

仙琚制药(002332)

报告日期: 2020 年 8 月 27 日

看好新产能释放、国际认证增加带来的业绩弹性 ——仙琚制药中报点评

✍ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎ : 021-80105900
✉ : sunjian@stocke.com.cn

报告导读

2020H1 公司归母净利率处于历史最高值, 我们看好杨府厂区竣工后, 新产能释放及国际认证增加带来的业绩弹性, 2020-2022 年盈利能力有望持续提升。

投资要点

□ 财务表现: 2020Q2 环比改善, 归母净利率处于历史最高值

整体表现: 公司发布 2020 年中报, 上半年收入 17.71 亿元, 同比下降 4.78%; 归母净利润 2.05 亿元, 同比增长 18.2%; 扣非归母净利润 1.97 万元, 同比上升 20.77%, 基本符合预期。

盈利能力: 2020H1 公司归母净利率 11.59%, 同比提升 2.25pct, 处于历史最高水平; 分析其来源和结构, 上半年公司毛利率略有提升(2020H1 毛利率 56.26%, 同比下降 3.11pct), 销售费用率同样有所下降(2020H1 销售费用率 26.61%, 同比下降 4.12%), 两者共同作用下公司整体净利率提升。我们推测, 这背后可能源于疫情下患者就诊习惯有所改变, 进而影响公司的产品销售结构, 后续随着疫情防控常态化和就诊习惯调整, 短期产品结构调整对净利率的影响可能逐步消除。

□ 收入结构: 疫情下制剂销售同比下降, 自营 API 及中间体出口增幅明显

① 制剂自营业收入同比下降 8%, 妇科计生类制剂、麻醉肌松类制剂收入同比下滑明显, 我们认为, 这可能源于疫情下患者就诊行为有所改变, 防疫常态化下收入增速有望逐步恢复。

② API 及中间体收入同比下降 4.2%, 其中主要甾体类 API 收入同比增长 4.42%。扣除海盛和 NewChem 收入后, 公司自营 API 及中间体收入为 5.11 亿元, 同比增长 2.6%。我们估算海盛收入中 50% 为国外销售、NewChem 全部为国外销售, 因此自营 API 及中间体出口为 2.56 亿, 同比增长 60-70%, 呈现出较快增长的趋势。

□ 产能调整: 杨府厂区竣工后, 产能释放及国际认证带动业绩增长

公司 2020H1 资产周转率 0.3, 处于历史较低水平, 2019 年杨府厂区转移产能以来, 公司自营 API 产能利用率有较大提升空间。根据公司中报, “在建工程”附注表明“原料药产业升级建设项目”工程累计投入占预算比例达到 89.03%。我们认为, 杨府新厂区竣工验收后, 公司业绩增长有望进入快车道, 主要基于:

① **产能释放:** 杨府新厂区有望大幅提升公司醋酸泼尼松、十一酸睾酮、黄体酮等 API 产能上限, 投产后产能利用率爬坡, 盈利能力有望持续提升;

② **国际认证:** 据 2020 年 4 月 26 日投资者关系活动记录表, “2019 年泼尼松和氯化可的松获得 CEP 证书, 十一酸睾酮和泼尼松原料药获得 FDA 批准; 甲地孕酮和罗库溴安的韩国 DMF 注册资料首次递交; 台州仙琚厂区的泼尼松等 4 只产品通过 EDQM 注册获得 CEP 证书”, 显示厂区搬迁后公司 API 产品注册进展加速。杨府新厂区 9 个产品已获国内 GMP、US DMF 和/或 COS 认证, 其中需求端是年销售额 10 亿美元以上制剂的有泼尼松龙、糠酸莫米松、十一酸睾酮、雌二醇、炔雌醇和炔诺酮等。正式投产后, 竞争格局较好、附加值较高的

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 14.43

单季度业绩

元/股

2Q/2020 0.15
1Q/2020 0.07
4Q/2019 0.13
3Q/2019 0.13



公司简介

相关报告

报告撰写人: 孙建

API 出口有望打开业绩成长上限。

□ 盈利预测及估值

公司在全球甾体药物产业链参与度提升以及产品产能上的优势，随着新厂区的 API 产能释放、核心制剂品种的持续放量，我们认为未来三年公司业绩保持较高的复合增速。暂时不考虑定增摊薄影响，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.54、0.67、0.86 元，按 2020 年 8 月 28 日收盘价对应 PE 为 26.81、21.62、16.72 倍，参考可比公司估值，给予“买入”评级。

□ 风险提示

核心制剂产品集采降价的风险，产能投入周期的波动性风险，原料药业务高端市场拓展不及预期的风险，出口锁汇带来的业绩波动性风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3708.55	4098.37	5208.79	6728.22
(+/-)	2.40%	10.51%	27.09%	29.17%
净利润	410.37	493.08	611.54	790.74
(+/-)	36.17%	20.16%	24.02%	29.30%
每股收益(元)	0.45	0.54	0.67	0.86
P/E	32.22	26.81	21.62	16.72

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2856.53	3139.94	3850.55	4923.60
现金	1027.95	1227.96	1414.03	1775.63
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	716.75	893.03	1100.44	1402.02
其它应收款	30.84	36.89	46.88	60.55
预付账款	33.98	40.67	51.17	66.03
存货	671.83	740.20	1021.33	1355.00
其他	375.18	201.20	216.69	264.36
非流动资产	2967.82	3130.47	3265.93	3400.59
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	167.97	167.97	167.97	167.97
固定资产	1450.48	1692.68	1853.96	1982.19
无形资产	197.02	183.83	167.94	152.56
在建工程	418.38	345.58	310.39	306.93
其他	733.97	740.41	765.67	790.95
资产总计	5824.35	6270.41	7116.47	8324.19
流动负债	1747.21	1691.94	1913.65	2314.11
短期借款	535.30	680.59	637.31	617.73
应付款项	362.38	460.39	581.28	792.40
预收账款	27.37	36.89	46.88	60.55
其他	822.16	514.07	648.18	843.42
非流动负债	1018.54	1016.73	1017.05	1017.44
长期借款	960.06	960.06	960.06	960.06
其他	58.48	56.67	57.00	57.38
负债合计	2765.74	2708.66	2930.70	3331.54
少数股东权益	117.08	127.14	139.62	155.76
归属母公司股东权	2941.52	3434.61	4046.15	4836.89
负债和股东权益	5824.35	6270.41	7116.47	8324.19
	2856.53	3139.94	3850.55	4923.60
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	519.81	574.39	507.91	645.27
净利润	442.48	503.15	624.02	806.88
折旧摊销	149.98	101.62	119.22	131.32
财务费用	64.38	63.58	61.76	55.03
投资损失	(14.74)	(11.08)	(12.01)	(12.61)
营运资金变动	31.63	(46.88)	(42.07)	(30.78)
其它	(153.93)	(36.00)	(243.01)	(304.55)
投资活动现金流	(211.36)	(276.96)	(243.90)	(249.79)
资本支出	(256.67)	(279.72)	(246.00)	(252.19)
长期投资	13.22	0.00	0.00	0.00
其他	32.09	2.76	2.10	2.40
筹资活动现金流	(166.65)	(97.42)	(77.93)	(33.88)
短期借款	(160.74)	145.30	(43.28)	(19.58)
长期借款	(110.90)	0.00	0.00	0.00
其他	104.99	(242.72)	(34.65)	(14.30)
现金净增加额	141.80	200.01	186.07	361.60

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3708.55	4098.37	5208.79	6728.22
营业成本	1463.33	1626.81	2046.76	2641.33
营业税金及附加	35.21	38.93	49.48	63.92
营业费用	1127.26	1229.51	1562.64	2018.47
管理费用	284.00	307.38	390.66	504.62
研发费用	204.52	266.39	364.62	504.62
财务费用	64.38	63.58	61.76	55.03
资产减值损失	38.59	8.61	36.88	32.69
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.74	11.08	12.01	12.61
其他经营收益	37.41	23.70	26.14	29.10
营业利润	543.40	591.94	734.14	949.27
营业外收支	(16.10)	0.00	0.00	0.00
利润总额	527.30	591.94	734.14	949.27
所得税	84.82	88.79	110.12	142.39
净利润	442.48	503.15	624.02	806.88
少数股东损益	32.11	10.06	12.48	16.14
归属母公司净利润	410.37	493.08	611.54	790.74
EBITDA	726.13	757.14	915.12	1135.61
EPS (最新摊薄)	0.45	0.54	0.67	0.86
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.40%	10.51%	27.09%	29.17%
营业利润	26.01%	8.93%	24.02%	29.30%
归属母公司净利润	36.17%	20.16%	24.02%	29.30%
获利能力				
毛利率	60.54%	60.31%	60.71%	60.74%
净利率	11.93%	12.28%	11.98%	11.99%
ROE	14.23%	14.90%	15.79%	17.23%
ROIC	10.24%	10.75%	11.71%	12.95%
偿债能力				
资产负债率	47.49%	43.20%	41.18%	40.02%
净负债比率	64.06%	64.26%	58.84%	52.40%
流动比率	1.63	1.86	2.01	2.13
速动比率	1.25	1.42	1.48	1.54
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.68	0.78	0.87
应收帐款周转率	5.19	5.50	5.89	5.93
应付帐款周转率	4.56	4.50	4.39	4.28
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.54	0.67	0.86
每股经营现金	0.57	0.63	0.55	0.70
每股净资产	3.21	3.75	4.42	5.28
估值比率				
P/E	32.22	26.81	21.62	16.72
P/B	4.49	3.85	3.27	2.73
EV/EBITDA	13.65	18.32	14.95	11.76

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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