

仙琚制药 (002332) \ 医药生物

—— 专科制剂快速增长、外延收购增厚业绩

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	7.74 元
目标价格:	元

事件:

8月29日晚公司发布半年报, 上半年实现营收17.59亿, 同比增长38.06%, 实现归母净利1.23亿, 同比增长51.91%, 实现扣非归母净利1.16亿, 同比增长46.92%, 业绩符合预期。公司发布1-9月份业绩预告, 预计1-9月份净利润1.83-2.26亿, 同比增加30%-60%。

投资要点:

➤ 专科制剂快速增长, 原料药毛利率提升。

公司第二季度实现营收9.29亿, 同比增长31.22%; 实现归母净利0.83亿, 同比增长27.52%。上半年呼吸科制剂、皮肤科制剂高增长, 麻醉肌松制剂快速增长: 呼吸科制剂实现收入0.73亿, 同比增加174%, 皮肤科制剂实现收入0.51亿, 同比增加48%。麻醉肌松类制剂实现收入1.95亿, 同比增长28%。妇科和计生类制剂实现收入2.4亿, 同比增长2%, 预计保胎类黄体酮胶囊5%左右增长, 避孕类药品基本持平。皮质激素类产品毛利率提升7.53个百分点, 预计与原料药产品涨价有关。

➤ 外延收购增厚业绩。

去年年底收购的Newchem大幅增厚公司业绩, 本期实现营收、利润分别为2.84亿、4569万。收购企业补充了仙琚制药原料药产品种类, 同时增加了仙琚制药的海外销售渠道。

➤ 维持推荐评级。

甾体原料药涨价导致原料药毛利率提升, 专科制剂业务中呼吸科、皮肤科、肌松制剂快速增长, 长期看好公司发展。预计2018-2020年EPS分别为0.34、0.43、0.53元, 对应8月29日收盘价, PE分别为23、18、15倍, 维持推荐评级。

➤ 风险提示

收购不达预期; 原料药降价风险; 制剂销售不达预期

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	916/721
流通A股市值 (百万元)	5,614
每股净资产 (元)	2.61
资产负债率 (%)	53.74
一年内最高/最低 (元)	10.30/6.60

一年内股价相对走势



夏禹 分析师

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《仙琚制药 (002332) \ 医药生物行业》
《专科制剂高增长, 外延收购添彩》
- 2、《仙琚制药 (002332) \ 医药生物行业》
《业绩符合预期, 专科制剂前景广阔》
- 3、《仙琚制药 (002332) \ 医药生物行业》
《二季度业绩靓丽, 专科制剂平稳增长》

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,503.73	2,852.56	3,577.75	3,946.09	4,392.35
增长率 (%)	0.95%	13.93%	25.42%	10.30%	11.31%
EBITDA (百万元)	315.89	411.28	647.04	757.92	874.96
净利润 (百万元)	146.19	206.63	315.14	396.40	488.71
增长率 (%)	37.20%	41.35%	52.52%	25.79%	23.29%
EPS (元/股)	0.24	0.23	0.34	0.43	0.53
市盈率 (P/E)	48.51	36.18	22.50	17.89	14.51
市净率 (P/B)	3.19	3.01	2.74	2.46	2.19
EV/EBITDA	16.54	21.56	13.68	11.31	9.74

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

1. 主营业务分析

公司上半年实现营收 17.59 亿，同比增长 38.06%，实现归母净利 1.23 亿，同比增长 51.91%，实现扣非归母净利 1.16 亿，同比增长 46.92%。

制剂业务板块，呼吸科制剂、皮肤科制剂高增长，麻醉肌松制剂快速增长。报告期内，呼吸科制剂实现收入 0.73 亿，同比增加 174%，皮肤科制剂实现收入 0.51 亿，同比增加 48%。麻醉肌松类制剂实现收入 1.95 亿，同比增长 28%，预计罗库溴铵、顺苯磺阿曲库铵实现了 25%-30% 左右的增长。妇科和计生类制剂实现收入 2.4 亿，同比增长 2%，预计保胎类黄体酮胶囊 5% 左右增长，避孕类药品基本持平。

原料药板块整体实现销售收入 8.66 亿元，皮质激素原料药占比较高，上半年皮质激素实现营收 7.64 亿，相比去年增加 3.68 亿，毛利率提升 7.53 个百分点。扣除收购因素营收仍有增加。结合上游企业赛托生物半年度业绩大幅增长、仙琚制药的原料药产品毛利率大幅提升以及去年开始增加的环保督查力度，我们预计甾体类原料药价格有 15% 左右的上涨。

其他业务板块，营收基本持平，毛利率大幅上涨。主要是由于 VD3 大幅涨价所致。制造 VD3 的子公司台州海盛制药本期实现收入 0.65 亿，实现净利润 0.24 亿，去年同期仅 4 百万利润。

图表 1：公司营收分拆

	营业收入（百万元）			毛利率		备注
	2018H1	2017H1	同比增长	2018H1	2017H1	
营业收入合计	1,759	1,274	38%	57.55%	54.39%	
分产品						
皮质激素	764	396	93%	41.99%	34.46%	收购Newchem以及原料药涨价
妇科及计生用药	404	358	13%	73.74%	73.31%	
妇科及计生类制剂	240	235	2%			
妇科及计生类原料药	164	123	34%			
麻醉及肌松用药	251	179	40%	83.28%	91.36%	肌松用药增长
麻醉及肌松类制剂	195	152	28%			
麻醉及肌松类原料药	56	26	112%			
其他	336	336	0%	54.46%	38.81%	VD3涨价

来源：Wind，国联证券研究所

外延方面，去年 10 月底收购的原料药企业 Newchem 上半年实现营收 2.84 亿，实现净利润 4569 万，增厚了公司业绩。

公司 1.1 亿欧元收购 Newchem 和 Effechem 使得公司增加了 10 亿左右的长期借款，导致财务费用大幅增加。本期财务费用增加 0.26 亿，其中利息支出增加 1400 万。

本期销售费用 5.43 亿，同比增加 41%，其中销售推广服务费增加 1.9 亿；管理费用增加 2.15 亿，同比增加 51%，主要系职工薪酬福利增加以及技术开发费用增加所致。如果扣除收购部分，并把收购导致的长期借款利息费用、研发支出投入增加的

部分加回，仙琚制药内生增长在 35%左右。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	410.05	709.92	715.55	789.22	878.47	营业收入	2,503.7	2,852.5	3,577.7	3,946.0	4,392.3
应收账款+票据	864.53	1,069.7	1,356.2	1,319.5	1,658.8	营业成本	1,228.6	1,245.8	1,631.5	1,736.0	1,856.3
预付账款	44.52	32.75	68.44	39.23	75.90	营业税金及附加	27.34	33.30	41.77	46.07	51.28
存货	372.10	519.52	648.12	594.28	734.22	营业费用	775.76	938.97	1,024.1	1,142.5	1,296.9
其他	302.19	154.72	0.00	0.00	0.00	管理费用	266.94	271.08	339.89	374.88	417.27
流动资产合计	1,993.3	2,486.7	2,788.3	2,742.2	3,347.4	财务费用	29.88	62.62	60.08	51.84	44.05
长期股权投资	148.55	139.89	139.89	139.89	139.89	资产减值损失	13.73	29.69	37.25	41.09	45.73
固定资产	900.64	964.25	1,220.5	1,235.7	1,180.3	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	296.56	399.54	170.78	110.29	121.76	投资净收益	5.04	-2.46	0.00	0.00	0.00
无形资产	102.38	231.88	204.87	177.86	150.86	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	55.10	685.42	674.46	663.49	660.34	营业利润	166.50	297.64	443.02	553.61	680.73
非流动资产合计	1,503.2	2,420.9	2,410.5	2,327.3	2,253.1	营业外净收益	16.52	-5.99	0.00	0.00	0.00
资产总计	3,496.6	4,907.6	5,198.9	5,069.5	5,600.6	利润总额	183.03	291.65	443.02	553.61	680.73
短期借款	499.16	810.44	630.12	320.76	232.88	所得税	36.62	53.81	101.88	127.20	158.02
应付账款+票据	354.14	393.32	585.53	456.00	657.71	净利润	146.41	230.10	341.14	426.40	522.71
其他	406.30	224.33	244.54	230.72	252.27	少数股东损益	0.23	23.47	26.00	30.00	34.00
流动负债合计	1,259.5	1,428.1	1,460.1	1,007.4	1,142.8	归属于母公司净	146.19	206.63	315.14	396.40	488.71
长期带息负债	0.00	1,090.2	1,090.2	1,090.2	1,090.2						
长期应付款	0.00	3.41	3.41	3.41	3.41						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	1,093.6	1,093.6	1,093.6	1,093.6						
负债合计	1,259.5	2,521.7	2,553.8	2,101.0	2,236.4						
少数股东权益	11.58	32.69	58.69	88.69	122.69						
股本	610.81	916.21	916.21	916.21	916.21						
资本公积	1,183.9	860.69	860.69	860.69	860.69						
留存收益	430.65	576.37	809.57	1,102.9	1,464.5						
股东权益合计	2,237.0	2,385.9	2,645.1	2,968.5	3,364.1						
负债和股东权益总	3,496.6	4,907.6	5,198.9	5,069.5	5,600.6						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	131.86	219.92	341.14	426.40	522.71
折旧摊销	96.45	99.51	143.93	152.47	150.18
财务费用	28.91	67.38	60.08	51.84	44.05
存货减少	-58.49	-89.88	-128.60	53.84	-139.94
营运资金变动	-56.43	-153.12	44.94	-77.41	-152.74
其它	7.07	47.80	37.25	41.09	45.73
经营活动现金流	149.37	191.61	498.75	648.23	470.00
资本支出	97.10	123.28	170.78	110.29	121.76
长期投资	617.50	2,055.8	0.00	0.00	0.00
其他	678.59	1,504.5	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-36.01	-674.65	-170.78	-110.29	-121.76
债权融资	-98.93	1,143.3	-180.32	-309.37	-87.87
股权融资	3.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-103.22	-469.53	-142.02	-154.91	-171.12
筹资活动现金流	-198.31	673.78	-322.34	-464.28	-258.99
现金净增加额	-75.32	163.88	5.63	73.67	89.25

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.95%	13.93%	25.42%	10.30%	11.31%
EBIT	15.88%	42.08%	11.37%	20.34%	19.71%
EBITDA	11.95%	30.20%	57.32%	17.14%	15.44%
归属于母公司净	37.20%	41.35%	52.52%	25.79%	23.29%
获利能力					
毛利率	50.93%	56.32%	54.40%	56.01%	57.74%
净利率	5.85%	7.69%	9.54%	10.81%	11.90%
ROE	6.57%	8.33%	12.18%	13.76%	15.08%
ROIC	6.26%	9.45%	9.38%	10.72%	12.75%
偿债能力					
资产负债	36.02%	51.25%	49.00%	41.32%	39.82%
流动比率	1.58	1.75	1.92	2.74	2.95
速动比率	1.05	1.27	1.47	2.15	2.30
营运能力					
应收账款周转率	3.03	2.72	2.74	3.06	2.75
存货周转率	3.30	2.40	2.52	2.92	2.53
总资产周转率	0.72	0.58	0.69	0.78	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.23	0.34	0.43	0.53
每股经营现金流	0.16	0.21	0.54	0.71	0.51
每股净资产	2.43	2.57	2.82	3.14	3.54
估值比率					
市盈率	48.51	36.18	22.50	17.89	14.51
市净率	3.19	3.01	2.74	2.46	2.19
EV/EBITDA	16.54	21.56	13.68	11.31	9.74
EV/EBIT	23.81	28.45	17.60	14.16	11.76

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810