

天宇股份 (300702)

公司研究/点评报告

符合预期，持续验证“前向一体化”逻辑

—2019 年年报及 2020 年一季报点评

点评报告/医药

2020 年 04 月 24 日

一、事件概述

2020 年 4 月 24 日，公司发布 2019 年年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 43.88%、257.89%、223.20%，经营活动产生的现金流 4.28 亿元（略低于净利润：5.85 亿元），同比增长 444.5%，显示较高的增长质量。同时公布 2020 年一季报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 14.11%、29.91%、50.11%。处于前次业绩预告的中枢偏上区间，符合预期。

二、分析与判断

➤ 2019 年：产品升级、产能释放，奠定高增长基础

2019 年公司产品结构变化，验证我们持续强调的特色原料药行业核心主逻辑“前向一体化”（产业升级）。①收入端分析，原料药占比快速提升。2019 年公司原料药、中间体收入同比分别增长 92.2%、8.4%，原料药收入占比从 2018 年的 44% 提高到 59%，而销量的角度看，原料药和中间体的销量同比分别+29%、-25%，也验证了这种结构性变化，同时收入和销量的比较，也显示了 2018 年公司核心产品在杂质事件过程中价格提升，我们估计主要是缬沙坦价格上涨导致。②毛利率分析，高毛利率的原料药业务收入占比提升带来整体毛利率明显提升，原料药、中间体的毛利率分别同比增长 16.2、13.8 个百分点至 59.6%、51.0%，这也验证了核心产品价格的变化，同时考虑原料药收入占比的提升，这也进一步带来公司盈利能力的提升。展望 2020 年，我们认为随着竞争对手的复产及对欧洲市场的抢占，我们认为价格稳中略降，但同时考虑公司欧盟市场恢复、厄贝沙坦、氯沙坦的产能持续释放及其他二线产品的放量，我们认为 2020 年有望保持稳定增长，2021 年弹性更大。

2020 年产品升级有望持续：尽管 2020Q1 毛利率环比略有下滑（估计是核心产品价格波动导致），但 2020Q1 公司净利率、环比仍然呈现持续提升的趋势，我们估计主要是高毛利率的原料药业务占比持续导致，我们也持续看好公司在中间体规模优势的基础上，原料药产能持续释放的趋势。同时强调，沙坦类原料药下游作为成长性行业，这种产能释放的持续性和确定性较高。同时，我们提示公司 CMO 业务 2020 年有望加速放量及制剂业务拓展有望持续抬升公司业务天花板，这也是公司中期重要看点。

➤ 费用率降低、经营质量持续提升，ROE 提升趋势有望持续

2020Q1，公司管理费用率、财务费用率同比明显降低，对于期间费用率的下降形成明显贡献，同时叠加公司产品结构升级，带来净利率的明显提升；同时我们提示，公司在财务杠杆降低的同时，ROE 保持较高的增长（2019 年），主要是因为净利率提升和资产周转率提升拉动，这里再次验证了我们对特色原料药板块主逻辑的认知：前向一体化（产业升级）窗口期打开。

三、投资建议

考虑在疫情背景下公司 Q1 的高增长，超过我们前次对全年增速的预期，我们略微上调 2020-2021 年的盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为：4.03、5.08、6.24 元（前次 2020-2021 年：3.53、4.12 元），2020 年 4 月 23 日股价对应 2020 年的市盈率为 21 倍（2021 年 17 倍 PE），考虑公司未来 3 年有望保持 25% 左右的业绩复合增速，PEG<1，相比特色原料药板块 32 倍 PE(2020)，性价比较高，我们维持“推荐”评级。

四、风险提示：

推荐

维持评级

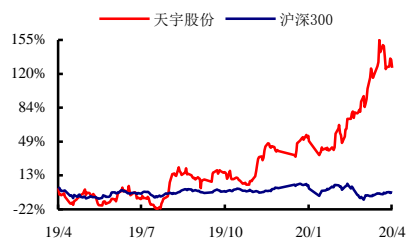
当前价格：85.72 元

交易数据

2020-4-23

近 12 个月最高/最低(元)	96.8/29.45
总股本(百万股)	182
流通股本(百万股)	53
流通股比例(%)	29.12
总市值(亿元)	156
流通市值(亿元)	45

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1. 天宇股份 (300702) 业绩预告点评：略超预期，产品丰富性奠定业绩稳定性
2. 天宇股份 (300702): 欧盟恢复性供货，业绩处于前次预告上限

原料药质量控制风险；上游原材料价格波动风险；原料药竞争格局恶化的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,111	2,450	2,948	3,511
增长率 (%)	43.9	16.1	20.3	19.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	586	733	926	1,137
增长率 (%)	257.9	25.2	26.3	22.7
每股收益 (元)	3.26	4.03	5.08	6.24
PE (现价)	26.3	21.3	16.9	13.7
PB	7.7	5.6	4.2	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,111	2,450	2,948	3,511
营业成本	926	1,059	1,262	1,488
营业税金及附加	21	24	29	34
销售费用	44	56	68	78
管理费用	316	355	413	492
研发费用	112	105	124	140
EBIT	692	851	1,052	1,279
财务费用	5	(17)	(32)	(59)
资产减值损失	(15)	15	5	8
投资收益	(11)	(1)	(2)	(5)
营业利润	688	863	1,090	1,336
营业外收支	(4)	3	0	0
利润总额	684	858	1,085	1,331
所得税	98	124	158	194
净利润	586	733	926	1,137
归属于母公司净利润	586	733	926	1,137
EBITDA	796	980	1,204	1,456
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	142	1276	1545	2925
应收账款及票据	322	374	449	535
预付款项	54	62	74	87
存货	872	481	1062	798
其他流动资产	89	89	89	89
流动资产合计	1481	2285	3222	4439
长期股权投资	0	(1)	(3)	(8)
固定资产	940	1106	1325	1518
无形资产	166	166	172	175
非流动资产合计	1359	1506	1733	1904
资产合计	2840	3791	4954	6343
短期借款	42	182	232	282
应付账款及票据	562	635	795	967
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	737	954	1191	1443
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	51	51	51
非流动负债合计	66	66	66	66
负债合计	803	1020	1257	1509
股本	182	182	182	182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2037	2771	3697	4834
负债和股东权益合计	2840	3791	4954	6343

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	43.9	16.1	20.3	19.1
EBIT 增长率	211.4	23.0	23.7	21.5
净利润增长率	257.9	25.2	26.3	22.7
盈利能力				
毛利率	56.1	56.8	57.2	57.6
净利润率	27.8	29.9	31.4	32.4
总资产收益率 ROA	20.6	19.3	18.7	17.9
净资产收益率 ROE	28.8	26.5	25.1	23.5
偿债能力				
流动比率	2.0	2.4	2.7	3.1
速动比率	0.8	1.9	1.8	2.5
现金比率	0.2	1.3	1.3	2.0
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	54.1	54.1	54.1	54.1
存货周转天数	286.5	230.0	220.0	225.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	3.3	4.0	5.1	6.2
每股净资产	11.2	15.2	20.3	26.5
每股经营现金流	2.3	7.1	3.4	9.3
每股股利	0.5	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	26.3	21.3	16.9	13.7
PB	7.7	5.6	4.2	3.2
EV/EBITDA	17.1	13.4	10.8	8.1
股息收益率	0.6	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	586	733	926	1,137
折旧和摊销	119	144	157	185
营运资金变动	(291)	398	(487)	357
经营活动现金流	428	1,287	614	1,701
资本开支	353	282	386	358
投资	(8)	0	0	0
投资活动现金流	(160)	(282)	(386)	(358)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(432)	(5)	0	0
筹资活动现金流	(469)	130	40	37
现金净流量	(201)	1,134	268	1,381

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。