

2020年04月30日

# 司太立 (603520.SH)

## 公司快报

医药 | 化学原料药 III

投资评级

**买入-B(维持)**

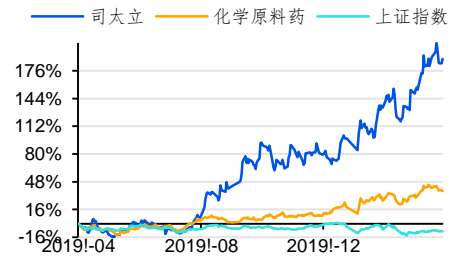
股价(2020-04-28)

68.38 元

### 交易数据

总市值(百万元)	11,480.89
流通市值(百万元)	11,480.89
总股本(百万股)	167.90
流通股本(百万股)	167.90
12个月价格区间	20.63/74.95 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.78	51.7	213.5
绝对收益	14.06	46.11	205.26

### 分析师

 周新明  
 SAC 执业证书编号: S0910519070001  
 zhouxinming@huajinsec.cn  
 021-20377037

### 分析师

 王睿  
 SAC 执业证书编号: S0910519080003  
 wangrui@huajinsec.cn  
 021-20377036

### 相关报告

 司太立: 领跑优质细分赛道, 业绩符合预期  
 2020-03-31

## 碘造影剂稀缺标的, 二季度有望加速成长

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2020 年一季报, 实现营业收入 2.91 亿元, 同比下降 0.95%; 实现归母净利润 4566 万元, 同比增长 11.83%; 实现扣非净利润 4446 万元, 同比增长 5.40%; 经营现金流 1061 万元, 总同比下降 29.26%, 主要系购买商品、接受劳务支付的货款增加所致。
- ◆ **一季度业绩略受影响, 二季度预计恢复高增速:** 一季度国内爆发疫情, 导致院内 CT 量大量下降, 公司业绩受到一定程度的影响, 但总体符合市场的预期。**盈利能力方面,** 公司一季度毛利率为 45.27%, 同比上涨 6.01 个百分点, 主要原因系公司生产工艺的提升, 车间自动化改造, 人力成本降低所致。公司三费水平稳定, 净利率增长 1.8 个百分点至 15.66, 随着制剂等高利润产品上市, 盈利能力仍有成长空间。**二季度方面,** 公司海外收入占比约 39%, 随着海外疫情的蔓延, 预计 4 月和 5 月上旬出口业务受到冲击较大; 随着欧洲疫情的逐渐放缓, 预计 5 月中旬各国将开始陆续复工, 美国方面也有 16 州计划复工, 预计二季度海外收入将受到一定冲击, 但在二季度下旬将逐渐恢复。在国内疫情基本控制的大背景下, 医院复工节奏良好, CT 等刚需项目恢复较好, 公司二季度国内业务有望恢复放量。总体来看, 公司二季度收入有望恢复高增速。
- ◆ **细分领域优质赛道, API 供应商稀缺:** 公司行业在国内处于快速增长阶段, 过去 10 年造影剂市场规模年复合增长率接近 17%。目前全球碘造影剂 API 供应商较少, 公司为全球范围内最大碘造影剂原料药提供商。公司碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘佛醇四大原料药产品管线基本覆盖主流 X 射线造影剂, 碘普罗胺原料药、碘美普尔原料药正在研发中。**分产品看,** 碘海醇为市场占比最高的造影剂, 2018 年全球占比约为 26.5%, 由于产品上市时间久, 增长较为稳定, 公司产品增速预计维持在 10% 左右。碘帕醇国内市场由原研公司占据, 国产替代空间大, 预计增速在 20% 左右。碘克沙醇为第三代最新产品, 安全性能好, 目前处于供不应求的阶段, 国内原料药供应商仅为司太立和恒瑞医药。公司碘克沙醇原料药产能扩张后, 原料药产品增速有望进一步提升到 60%。碘佛醇总体市场占比较小, 目前恒瑞销量已超过原研公司, 国内增速相对较快, 预计维持在 15%。**总的来看,** 公司碘造影剂原料药业务增速预计可维持在 25-35% 的较快速度, 随着扩产产能逐步释放, 未来业绩有望进一步提速; 公司喹啉酮产品增速预计在 10% 左右。
- ◆ **碘造影剂原料药供不应求, 产能释放带动快速发展:** 国内主要客户之一恒瑞的碘克沙醇制剂在市场供不应求, 主要系受到碘克沙醇原料药产能不足限制。公司在本年加速释放扩张的产能, 三大核心产品产能均扩张一倍。碘克沙醇产能从 200 吨扩张到 400 吨; 碘海醇产能从 650 吨扩充到 1330 吨; 碘帕醇产能从 250 吨扩充到 505 吨, 产能在年内结项并生产, 完成客户审计后, 在下半年可开始加速放量。产能的扩张缓解了原料药供应的问题, 也为未来业务发展留下余量。
- ◆ **公司原料药制剂一体化齐头并进, 帮助公司增强盈利能力:** 司太立于 2012 年成立

上海司太立，主要从事制剂的研发和生产，目前已申报碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇、碘佛醇 4 个碘造影剂产品，覆盖碘造影剂领域主流产品线，4 类注射剂在 2017 年国内市场规模约为 22 亿元。公司碘海醇注射液已二次发补，预计在 2020 年一季度可上市，受到疫情影响可能略微推迟。其他产品也将陆续上市。公司制剂产品按照新 4 类申报，获批后等同通过一致性评测，更有希望中标带量采购，降低公司销售能力较弱的风险。由于公司为原料药制剂一体化企业，如中标带量采购，在成本控制和原料药供应上有较大的优势。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.71 亿元、3.66 亿元和 5.04 亿元，同比增长分别为 59.1%、35.0%和 37.8%；对应 EPS 分别为 1.61 元、2.18 元和 3.00 元；对应 PE 分别为 37.1 倍、27.5 倍和 20.0 倍。我们认为基于（1）国内疫情缓解，公司下半年收入有望恢复高增速（2）公司产能扩张释放破除产能瓶颈（3）持续推进原料药制剂一体化，带动公司产品结构改革，维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**海外疫情影响出口；环保风险；与客户形成竞争关系风险

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	890	1,309	1,607	2,062	2,675
YoY(%)	25.3	47.0	22.8	28.3	29.7
净利润(百万元)	94	170	271	366	504
YoY(%)	12.7	81.8	59.1	35.0	37.8
毛利率(%)	40.5	42.7	43.1	43.5	44.8
EPS(摊薄/元)	0.56	1.01	1.61	2.18	3.00
ROE(%)	10.4	17.8	21.1	22.9	24.7
P/E(倍)	107.4	59.1	37.1	27.5	20.0
P/B(倍)	11.3	10.1	7.9	6.3	4.9
净利率(%)	10.5	13.0	16.9	17.7	18.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	966	1231	1658	1859	2584	<b>营业收入</b>	890	1309	1607	2062	2675
现金	187	434	448	575	746	营业成本	530	750	915	1165	1477
应收票据及应收账款	324	235	452	430	713	营业税金及附加	13	13	20	26	33
预付账款	7	8	10	13	17	营业费用	10	10	18	22	28
存货	429	425	618	709	974	管理费用	94	119	177	212	276
其他流动资产	19	128	130	131	133	研发费用	66	78	88	123	155
<b>非流动资产</b>	2100	2254	2536	2931	3369	财务费用	54	92	48	52	60
长期投资	18	20	23	26	29	资产减值损失	5	-28	0	0	0
固定资产	967	1091	1338	1665	2001	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	190	202	214	231	251	投资净收益	2	3	7	8	5
其他非流动资产	925	942	960	1010	1088	<b>营业利润</b>	127	230	349	471	651
<b>资产总计</b>	3067	3485	4194	4790	5954	营业外收入	0	2	3	2	2
<b>流动负债</b>	1261	1593	2110	2448	3219	营业外支出	8	10	7	8	8
短期借款	863	1046	1515	1693	2333	<b>利润总额</b>	119	222	345	465	645
应付票据及应付账款	221	295	335	467	550	所得税	23	39	69	91	124
其他流动负债	178	252	261	288	337	<b>税后利润</b>	96	183	275	374	521
<b>非流动负债</b>	883	863	779	710	627	少数股东损益	2	13	4	8	16
长期借款	865	842	758	689	606	<b>归属母公司净利润</b>	94	170	271	366	504
其他非流动负债	18	21	21	21	21	EBITDA	310	440	547	716	954
<b>负债合计</b>	2144	2456	2889	3158	3846						
少数股东权益	32	33	37	45	62	<b>主要财务比率</b>					
股本	120	168	168	168	168	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	456	388	388	388	388	<b>成长能力</b>					
留存收益	315	449	616	850	1220	营业收入(%)	25.3	47.0	22.8	28.3	29.7
归属母公司股东权益	891	996	1267	1587	2046	营业利润(%)	18.7	81.6	51.5	35.0	38.2
<b>负债和股东权益</b>	3067	3485	4194	4790	5954	归属于母公司净利润(%)	12.7	81.8	59.1	35.0	37.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	40.5	42.7	43.1	43.5	44.8
						净利率(%)	10.5	13.0	16.9	17.7	18.9
						ROE(%)	10.4	17.8	21.1	22.9	24.7
						ROIC(%)	6.5	8.7	9.3	10.9	11.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	69.9	70.5	68.9	65.9	64.6
						流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	3.2	4.7	4.7	4.7	4.7
						应付账款周转率	3.7	2.9	2.9	2.9	2.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	107.4	59.1	37.1	27.5	20.0
						P/B	11.3	10.1	7.9	6.3	4.9
						EV/EBITDA	38.0	26.7	22.2	17.0	13.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn