

2020年08月28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)

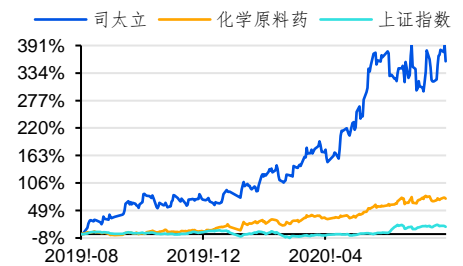
股价(2020-08-26)

81.16 元

交易数据

总市值(百万元)	19,843.53
流通市值(百万元)	19,069.04
总股本(百万股)	244.50
流通股本(百万股)	234.96
12个月价格区间	24.60/88.60 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.18	20.55	357.64
绝对收益	3.71	37.93	372.37

分析师

王睿

SAC 执业证书编号: S0910519080003

wangrui@huajinsec.cn

021-20377036

报告联系人

徐梓煜

xuziyou@huajinsec.cn

02120377063

相关报告

司太立: 碘造影剂稀缺标的, 二季度有望加速成长 2020-04-30

司太立: 领跑优质细分赛道, 业绩符合预期 2020-03-31

Q2 业绩恢复高增速, 制剂将开始放量

投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2020 年半年报, 公司上半年实现营收 7.22 亿元, 同比增长 14.56%; 归母净利润 1.40 亿元, 同比增长 50.0%; 扣非归母净利润 1.38 亿元, 同比增长 51.39%; 经营性现金流净额 0.91 亿元, 同比增长 19.92%。
- ◆ **Q2 业绩恢复高增速, 盈利能力明显增强:** 公司 Q1 业绩略微受到新冠疫情导致的停产影响; Q2 逐渐恢复。公司 Q2 实现营收 4.3 亿元, 同比增长 26.1%; 归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 79.9%。Q2 业绩增速突出, 主要因为新冠期间 CT 量明显上升, 带动公司各碘造影剂原料药的销售。**盈利能力方面,** 由于上半年出货量增大带来的规模效应和生产技术的持续提升, 公司上半年毛利率提升 5.79pct 至 47.41%。随着公司制剂产品的逐步放量, 未来公司毛利率水平仍有较大上升空间。**费用率方面,** 公司上半年期间费用率稳定, 合计下降 0.8pct 至 21.0%。毛利率的提升和费用率的下降使公司盈利能力明显提升, 净利率提升 5.15pct 至 20.48%。**总体来看,** 公司上半年业绩复合市场预期; 下半年虽然受到车间爆炸一定的影响, 但随着国内医院经营的恢复, 加上公司制剂的上市, 下半年业绩有望保持高增速。
- ◆ **与恒瑞强强联合, 碘帕醇、碘海醇放量在即:** 公司于 5 月与恒瑞医药达成碘海醇、碘帕醇制剂达成战略合作, 公司负责合作产品的注册和生产, 恒瑞负责销售和商业化, 产品销售毛利五五分账, 合作期限为 5 年。公司碘帕醇注射液和碘海醇注射液分别在 5 月和 6 月获得批文, 将在下半年开始上市推广。与恒瑞的合作可以有效弥补公司销售团队不足的问题, 凭借恒瑞优秀的销售团队, 两个制剂产品有望在未来两年内加速放量。同时依托于公司原料药制剂一体化的优势, 降低成本, 提升产品盈利能力; 为未来可能到来的集采打下基础。
- ◆ **碘克沙醇制剂获批, 一体化优势将完美体现:** 8 月 24 日, 公司全资子公司上海司太立获得碘克沙醇注射液批文; 该药为化药 4 类注册, 视同通过一致性评价。碘克沙醇为第三代最新碘造影剂产品, 安全性高于前代产品, 在市场中供不应求。根据中国医药信息中心数据, 2019 年碘克沙醇制剂市场规模约为 49.71 亿元, 同比增长 38.43%, 远高于其他品种的增速; 在造影剂市场中占比达 35.65%, 为销售额最大的品种。目前国内 90% 的碘克沙醇制剂市场规模由恒瑞和 GE 占据, 其中恒瑞占据市场规模大于 GE。国内碘克沙醇原料药处于供不应求的情况, 目前供应商仅为公司和恒瑞医药, 恒瑞医药原料药使用的中间体来自于公司。公司产能扩张计划完成后, 碘克沙醇产能将由 200 吨扩展到 400 吨, 确保自有制剂的需求和对恒瑞的原料药供应。凭借着原料药制剂一体化和掌握碘克沙醇原料药供应关键环节的优势, 公司有望发挥成本优势, 加速碘克沙醇制剂的推广, 并且无需担心原料药的供应问题。
- ◆ **短期事故不改长期看好:** 7 月 27 日晚间, 公司位于仙居工厂的碘海醇粗品生产车间 (3 车间) 发生爆炸并引发火灾。爆炸导致 3 车间设备严重损毁, 目前全工厂处于停产整顿状态, 等待政府的审批检查, 预计检查不超过 3 个月。仙居工厂主要生

产碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、喹诺酮类原料药。爆炸的 3 车间产能主要生产碘海醇，产能在 230 吨左右；算上同样生产碘海醇的 9 号车间，合计影响下半年 8000 万左右收入。公司仙居工厂暂时处于检查状态，预计在 3 个月能完成整顿，对公司下半年收入造成一定影响。但是公司作为碘造影剂原料药国内绝对龙头，我们长期看好公司在这个领域的地位，长期业绩可保持高增速。

- ◆ **新一轮股权激励发布，股权解禁需平均 43%净利润增速：** 公司公布股权激励计划，拟向高级管理人员及核心技术人员等 171 授予 91.5 万股，占总股本的 0.37%，其中首次授予 73.2 万股；授予价格为 39.4 元/股。股权授予的解禁条件为，以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增速分别不低于 40%、90%、190%；同时个人层面也有绩效考核要求。新一轮股权激励计划可有效提高员工积极性，留住核心技术人才。公司设定股权解禁高标准可以看出公司对未来发展的信心。
- ◆ **投资建议：** 我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.42 亿元、3.99 亿元和 5.66 亿元，同比增长分别为 42%、65%和 39%；对应 PE 分别为 83 倍、51 倍和 37 倍。我们看好公司在优质赛道中的龙头地位，维持公司"买入-B" 评级。
- ◆ **风险提示：** 生产安全事故风险；制剂推进速度不达预期风险；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	1,616	2,224	2,949
YoY(%)	25.3	47.0	23.5	37.6	32.6
净利润(百万元)	94	170	242	399	556
YoY(%)	12.7	81.8	42.1	64.8	39.3
毛利率(%)	40.5	42.7	44.7	47.0	48.1
EPS(摊薄/元)	0.38	0.70	0.99	1.63	2.27
ROE(%)	10.4	17.8	20.2	26.5	28.5
P/E(倍)	216.5	119.1	83.8	50.8	36.5
P/B(倍)	22.8	20.4	17.2	13.6	10.4
净利率(%)	10.5	13.0	15.0	17.9	18.8

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
流动资产	966	1231	1641	2010	2735	营业收入	890	1309	1616	2224	2949
现金	187	434	451	620	823	营业成本	530	750	894	1178	1529
应收票据及应收账款	324	235	456	495	765	营业税金及附加	13	13	20	28	36
预付账款	7	8	10	15	19	营业费用	10	10	18	24	30
存货	429	425	594	748	995	管理费用	94	119	178	229	305
其他流动资产	19	128	130	131	134	研发费用	66	78	88	132	170
非流动资产	2100	2254	2546	3100	3631	财务费用	54	92	113	128	166
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	1346	1792	2199	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	963	1051	1152	营业利润	127	230	312	513	717
资产总计	3067	3485	4187	5110	6366	营业外收入	0	2	3	2	2
流动负债	1261	1593	2179	2805	3646	营业外支出	8	10	7	8	8
短期借款	863	1046	1598	2012	2726	利润总额	119	222	308	507	710
应付票据及应付账款	221	295	320	490	562	所得税	23	39	62	100	136
其他流动负债	178	252	261	303	358	税后利润	96	183	246	407	574
非流动负债	883	863	782	761	694	少数股东损益	2	13	4	9	18
长期借款	865	842	761	740	673	归属母公司净利润	94	170	242	399	556
其他非流动负债	18	21	21	21	21	EBITDA	310	440	513	776	1056
负债合计	2144	2456	2962	3566	4340	主要财务比率					
少数股东权益	32	33	37	45	63	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	120	168	244	244	244	成长能力					
资本公积	456	388	321	321	321	营业收入(%)	25.3	47.0	23.5	37.6	32.6
留存收益	315	449	577	788	1118	营业利润(%)	18.7	81.6	35.5	64.4	39.7
归属母公司股东权益	891	996	1189	1499	1962	归属于母公司净利润(%)	12.7	81.8	42.1	64.8	39.3
负债和股东权益	3067	3485	4187	5110	6366	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	40.5	42.7	44.7	47.0	48.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	10.5	13.0	15.0	17.9	18.8
经营活动现金流	192	247	107	649	498	ROE(%)	10.4	17.8	20.2	26.5	28.5
净利润	96	183	246	407	574	ROIC(%)	6.5	8.7	8.5	11.2	12.2
折旧摊销	87	112	112	151	200	偿债能力					
财务费用	54	92	113	128	166	资产负债率(%)	69.9	70.5	70.7	69.8	68.2
投资损失	-2	-3	-7	-8	-5	流动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
营运资金变动	-53	-169	-357	-30	-437	速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其他经营现金流	11	31	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-932	-132	-397	-698	-726	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
筹资活动现金流	704	73	-245	-196	-284	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
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.70	0.99	1.63	2.27	P/E	216.5	119.1	83.8	50.8	36.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.01	0.44	2.66	2.04	P/B	22.8	20.4	17.2	13.6	10.4
每股净资产(最新摊薄)	3.64	4.07	4.82	6.09	7.99	EV/EBITDA	71.0	50.0	43.7	29.3	22.0

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

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