

天宇股份(300702)

报告日期: 2021年4月21日

点评报告

公司研究
— 化学制药行业 —

证券研究报告

能力过渡期，增长新起点

——天宇股份 2020 年报及 2021 一季报点评

✍️ : 孙建 执业证书编号: S1230520080006
☎️ : 联系人: 毛雅婷
✉️ : maoyating@stocke.com.cn

报告导读

我们认为，2021 年开始公司有望进入更景气的新周期，价格、汇兑周期扰动之外，公司新品种、新产能、新客户的拓展不容忽视，我们持续看好公司的成长属性、拓展空间和转型速度。

投资要点

□ 业绩表现：收入稳健增长，净利润率有所下降

事件：公司发布 2020 年报及 2021 年一季报，2020 年收入同比增长 22.6%、归母净利润同比增长 13.9%、扣非归母净利润同比增长 2.7%；2021Q1 收入同比增长 33.5%、归母净利润同比下降 19.8%；对应 2021Q1 净利润率 17.6%，2020Q1 同期净利润率 29.3%，当期净利润率同比有所下降。

□ 盈利能力：多因素扰动下短期承压

公司 2020Q4 及 2021Q1 净利润率有所下降，我们认为，可能受到如下几个因素影响：

① **毛利端-沙坦价格影响因素**：根据 Wind 及健康网数据，2020Q3 起主要沙坦品种非规范市场报价明显下降，参考 Wind 报价数据，2021Q1 相比 2020Q1 缬沙坦均价同比下降 62%、厄贝沙坦均价同比下降 19.4%，我们认为，由于客户结构差异，Wind 显示价格和公司确认收入价格可能有明显差异，但同比降价趋势可以用于参考。结合公司排产、订单交付情况分析，我们预期 2020Q4 起非规范市场降价对公司毛利率开始有明显影响。

② **毛利端-汇兑影响因素**：根据 Wind 数据，2020Q1 美元兑人民币平均汇率约为 6.98，2021Q1 平均汇率约为 6.48；考虑到美元收入转化为人民币收入，可能涉及的收入损失约为 7.7%，进而直接影响季度毛利率至少 5pct。

③ **费用端-股权激励因素**：根据公司公告，公司 2021 年需要摊销的股权激励费用约为 7545 万元，分摊到各个季度，可能对应 2000-3000 万管理费用增量，进而影响当季度净利润率。

④ **费用端-研发费用因素**：根据公司 2021Q1 财报，2021 年一季度研发费用同比增长 2278 万元；根据公司 2020 年报，“报告期内公司原料药及中间体在研项目 75 个，其中 2020 年新设立项目 33 个。报告期内，制剂在研项目 73 个，涉及 43 个不同产品。目前厄贝沙坦片已经正式通过药监局批准，阿哌沙班片等 6 个项目已经完成 BE 试验并上报国家药品监督管理局药品审评中心，氯沙坦钾片等 7 个项目正处于 BE 试验阶段”。我们认为，单个申报一致性评价的制剂平均约需要 800-1200 万元费用支出，从趋势上看，我们预期 2021 年公司研发费用率可能有所上升。

□ 净利润率展望：预期 2021Q3 走向拐点

调整后沙坦主营业务增长稳健，持续验证公司在大吨位原料药品种的竞争优势。2021Q1 公司综合毛利率下降 10pct、沙坦原料药收入同比增长 5.4%，但结合上述分析，我们估算：

① **沙坦降价对收入端的影响**：我们估算，公司沙坦原料药在非规范市场收入占

评级

增持

上次评级 买入
当前价格 ¥ 73.82

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.69
4Q/2020	0.49
3Q/2020	1.08
2Q/2020	1.18



公司简介

浙江天宇药业股份有限公司成立于 2003 年，是一家专业研究、开发、制造原料药以及高级医药中间体的股份制制药企业，主要生产心脑血管类药物、降血糖类药物、降血脂类药物、抗凝血类药物和抗哮喘类药物等医药中间体和原料药。

相关报告

- 1《天宇股份 2020 年三季报点评：即将进入更值得期待的新周期》2020.10.23
- 2《天宇股份中报点评：看好产品升级、产能释放下的成长弹性》2020.08.25
- 3《天宇股份：低估的技术平台型 API 公司》2020.08.15

比约 30%，考虑到非规范市场公司 2021Q1 沙坦价格同比约下降 30-60%，对应一季度整体沙坦收入受到降价影响约 9-18%。从同比价格趋势上看，参考 Wind 报价，假设 2021Q2、Q3 与 Q4 均价与 2021Q1 接近，对应 Q2、Q3 与 Q4 非规范市场沙坦均价同比下降 15-50%、12-33%及 6-20%，假设非规范市场收入仍占比 30%且规范市场基本没有降价，对应三个季度平均价格降幅为 4-15%、3-10%及 1-6%，如果公司规范市场收入占比进一步提升，预期 2021Q3 起沙坦降价对毛利率的扰动有望明显下降。

② 汇兑对毛利率的影响：假设 2021Q2、Q3 与 Q4 美元兑人民币汇率与 2021Q1 持平（约为 6.5），相比 2020Q2、Q3 与 Q4，预期美元折算带来的收入下降比例约为 7.6%、5.5%与 1%，边际上看，2021Q3 起预期汇兑对收入端扰动明显下降、2021Q4 拖累更小。

总结：分析公司 2021Q1 净利润增速，我们认为，加回股权激励费用（假设 2000 万元）后，2021Q1 归母净利润同比下降约 8%，明显收敛；假如加回汇兑带来的毛利率下降因素（假设约 5%收入），2021Q1 归母净利润同比增长约 15%。结合我们在上文中的分析，从非规范市场沙坦降价因素、人民币汇率因素等维度考虑，我们预期 2021Q3 起公司归母净利润增速有望回升，新产品、新增量有望成为主旋律。我们认为，公司虽然在 2021Q1 与 Q2 面临着部分价格、费用端的压力，但当下的股权激励、研发开支都是必需的，从公司经营的角度应持续推进；人民币汇率变化是公司难以控制的，公司可以通过套期保值等方式规避财务费用压力，但收入端的折算损失很难避免；规范市场经营的特色原料药生意本质上不是周期属性的，但在供给冲击下，公司非规范市场的原料药面临着价格周期扰动，我们认为，随着降价的边际趋缓、规范市场收入占比及原料药占比持续提升，公司利润增长有望恢复到较快水平。

□ CMO：增长新起点，预期更乐观

根据公司一季报，2021Q1 公司沙坦原料药收入约 5.4 亿元，对应一季度 CMO 收入+非沙坦类 API 收入约为 2.2 亿元；我们预期 2021Q1 的 2.2 亿收入中大部分来自于 CMO，意味着 2021Q1 起公司 CMO 收入正式进入快车道（2020 全年 CMO 收入约 8538 万元）。通过分析公司的环评报告，我们认为，随着临海厂区、昌邑厂区陆续投产，公司原料药及 CMO 利润有望持续释放；投产及建设初期预期仍有较大的资本开支和折旧维修费用压力，而随着产能利用率提升，我们预期净利润率持续提升。

□ 总结：能力过渡期，静待新增量，持续坚定看好公司成长潜力和空间

成长还是周期？价格扰动是暂时、成长属性更清晰。从产品注册、能力验证上，我们持续看好公司在新 API 品种、前向一体化方面的投资和布局，我们认为，CMO 的订单数量、客户结构是公司生产、研发能力的结果，而公司的能力往往需要通过 API 产品的竞争力来侧面验证。虽然 2021Q1 公司业绩增长面临着费用端的压力，但我们还原部分费用后发现沙坦原料药销售额增速仍然保持稳健（预估 25%左右同比增长），表明公司主营业务的竞争力仍被持续验证。我们对公司中长期增长的信心不来自于某个客户、某个产品的短期订单驱动，而来自于公司生产、研发能力的积累和持续建设，而随着公司产品结构丰富、CMO 和制剂收入占比提升，我们预期公司成长属性和逻辑更清晰。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.62、5.15 和 7.1 元/股，2021 年 4 月 21 日收盘价对应 2021 年 20 倍 PE，低于特色原料药行业龙头平均。我们不忧虑公司单季度的短期波动，能力过渡期内，我们更看好公司处于新景气周期的起点，更多新产品、新客户、新模式值得期待；考虑公司的发展阶段和可比公司估值情况，调整为“增持”评级。

□ 风险提示

生产安全事故及质量风险；汇率波动风险；订单交付波动性风险；医药监管政策变化风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2587	3400	4038	5128
(+/-)	22.6%	31.4%	18.8%	27.0%
净利润	667	693	988	1362
(+/-)	13.9%	3.9%	42.5%	37.9%
每股收益(元)	3.48	3.62	5.15	7.10
P/E	21.04	20.24	14.21	10.31

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2911	3888	4527	5610	营业收入	2587	3400	4038	5128
现金	1296	1853	2205	2732	营业成本	1251	1807	2053	2522
交易性金融资产	38	0	0	0	营业税金及附加	25	31	36	46
应收账款	390	542	675	873	营业费用	33	37	44	56
其它应收款	9	3	4	5	管理费用	368	527	585	692
预付账款	55	72	82	101	研发费用	179	248	242	308
存货	995	1265	1437	1765	财务费用	38	12	6	6
其他	127	152	123	134	资产减值损失	12	10	5	9
非流动资产	1979	2251	2617	3005	公允价值变动损益	43	43	43	43
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	26	7	7	13
长期投资	10	10	10	10	其他经营收益	26	25	26	25
固定资产	1267	1457	1684	1932	营业利润	776	802	1141	1571
无形资产	241	265	300	343	营业外收支	(7)	(6)	(6)	(6)
在建工程	349	441	541	631	利润总额	769	797	1135	1565
其他	112	79	83	89	所得税	102	104	148	203
资产总计	4890	6139	7144	8615	净利润	667	693	988	1362
流动负债	1230	969	1099	1353	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	202	0	0	0	归属母公司净利润	667	693	988	1362
应付款项	804	723	821	1009	EBITDA	922	894	1242	1689
预收账款	0	51	61	77	EPS (最新摊薄)	3.66	3.62	5.15	7.10
其他	224	195	218	267	主要财务比率				
非流动负债	113	112	113	113		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	48	48	48	48	成长能力				
其他	65	64	65	65	营业收入	22.59%	31.42%	18.75%	27.00%
负债合计	1343	1081	1212	1466	营业利润	8.06%	3.45%	42.24%	37.63%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	13.89%	3.94%	42.45%	37.86%
归属母公司股东权益	3547	5058	5931	7149	获利能力				
负债和股东权益	4890	6139	7144	8615	毛利率	51.65%	46.85%	49.16%	50.83%
					净利率	25.78%	20.39%	24.46%	26.55%
					ROE	23.89%	16.11%	17.98%	20.82%
					ROIC	17.88%	13.69%	16.53%	18.92%
					偿债能力				
					资产负债率	27.46%	17.61%	16.97%	17.02%
					净负债比率	19.69%	5.55%	5.00%	4.16%
					流动比率	2.37	4.01	4.12	4.15
					速动比率	1.56	2.71	2.81	2.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.62	0.61	0.65
					应收帐款周转率	7.27	7.55	7.24	7.46
					应付帐款周转率	3.89	5.03	5.32	5.51
					每股指标(元)				
					每股收益	3.48	3.62	5.15	7.10
					每股经营现金	3.25	1.54	4.85	6.06
					每股净资产	19.46	26.38	30.94	37.29
					估值比率				
					P/E	21.04	20.24	14.21	10.31
					P/B	3.76	2.77	2.37	1.96
					EV/EBITDA	17.32	13.72	9.58	6.73

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	622	295	931	1163
净利润	667	693	988	1362
折旧摊销	137	85	101	119
财务费用	38	12	6	6
投资损失	(26)	(7)	(7)	(13)
营运资金变动	212	(215)	57	58
其它	(405)	(273)	(213)	(368)
投资活动现金流	(517)	(347)	(455)	(487)
资本支出	(486)	(360)	(420)	(450)
长期投资	(10)	0	0	0
其他	(22)	13	(35)	(37)
筹资活动现金流	1011	608	(123)	(149)
短期借款	160	(202)	0	0
长期借款	48	0	0	0
其他	803	811	(123)	(149)
现金净增加额	1115	557	353	527

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“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>