

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(2021-04-27)

64.55 元

交易数据

总市值(百万元)	15,808.60
流通市值(百万元)	15,766.00
总股本(百万股)	244.90
流通股本(百万股)	244.24
12个月价格区间	52.92/98.50 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.32	3.79	12.24
绝对收益	8.03	0.23	34.82

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: Q3 业绩符合预期, 全年有望再提速
 2020-10-30

 司太立: Q2 业绩恢复高增速, 制剂将开始放量
 2020-08-28

 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

业绩保持高增速, 一体化龙头产能将放量

投资要点

- ◆ **事件:** 公司公布 2020 年报, 公司全年实现营收 13.67 亿元, 同比增长 4.45%; 归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 40.16%; 扣非归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 40.65%; 经营性现金流 1.74 亿元, 同比下降 29.29%。公司同时公布 2021 年一季报, 2021Q1 实现营收 44.32 亿元, 同比下降 2.07%; 归母净利润 0.65 亿元, 同比增长 41.43%。公司业绩基本符合我们的预期。
- ◆ **新冠和爆炸短期影响公司业绩, 下半年产能放量有望推动高增速。** 2020 年新冠疫情爆发, 上半年医院入院人数明显减少, 公司对对比剂产品主要在院内销售, 受到疫情影响较大。下半年公司发生安全事故, 仙居厂房关停检查, 后快速恢复生产。总体来看, 依托着在碘造影剂原料药领域绝对龙头地位, 公司全年产销情况稳定, 碘造影剂原料药生产和销售分别 1859 吨和 1775 吨, 分别同比增加 23.8% 和 13.2%。由于销售情况良好, 2021 一季度公司总体产能饱和, 尤其是因为事故减产的碘海醇 API。公司年中预计获批扩产生产线的国内注册变更, 将有效缓解产能问题, 下半年业绩有望保持快速增长。
- ◆ **盈利能力持续优化, 看好公司一体化成本优势。** 盈利能力方面, 虽然受到疫情和爆炸的影响, 但由于出货量增大带来的规模效应和生产工艺的持续升级, 公司 2020 年毛利率提升 1.27pct 至 42.72%; 2021Q1 毛利率进一步提升至 44.25%。公司期间费用率总体稳定, 合计同比减少 0.43pct 至 22.46%。总体来看, 公司盈利能力稳步提升, 净利率同比增加 4.57pct 至 18.55%。公司今年上市 3 款制剂产品, 凭借着原料药制剂一体化的成本优势和把握原料药供应关键环节的优势, 公司将加速制剂产品的推广, 并且无需担心原料药的供应问题。尤其是碘海醇和碘克沙醇制剂有较大概率中标集采, 实现快速放量。制剂的放量将进一步优化公司盈利能力。
- ◆ **碘造影剂原料药供不应求, 新增产能今年开始逐渐投产。** 公司募投的扩产计划受到疫情影响, 海外审计进度缓慢; 叠加安全事故后碘海醇减产的情况, 目前公司面临产能瓶颈问题。公司预计在 5 月初获批碘海醇原料药国内 GMP 认证变更审批。认证完成后新产能供应国内市场, 老产能供应海外市场, 有效解决迫在眉睫的产能瓶颈; 并且确保制剂产品的原料药供应。未来新产能将陆续展开海外客户审计和认证。产能扩张完成后, 公司碘克沙醇、碘海醇、碘克沙醇产能将分别翻倍。
- ◆ **碘海醇和碘克沙醇进入第五批集采, 公司一体化优势将完美体现。** 第五批集中采购纳入碘海醇和碘克沙醇注射剂, 司太立凭借在原料药领域的绝对龙头地位和原料药制剂一体化成本优势, 中标概率大。中标集采可以有效弥补公司销售团队较弱的问题, 制剂将快速放量, 占据公立医院市场, 提供增量收入。根据米内网数据, 碘海醇和碘克沙醇终端医院 2019 年市场规模在 31 和 35 亿元。根据东北试点的情况看, 降价幅度在 50% 一下, 集采份额均匀分配。公司中标集采后有望占据公立医院集采量 25% 以上的份额, 假设碘造影剂市场规模增速 15%, 对应 2021 年约 8-9 亿元制剂收入。此外, 凭借成本优势, 公司制剂毛利率有望高于市场平均值, 带来更强的

盈利能力。

- ◆ **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。公司目前已完成 2020 年业绩考核指标。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 20.95、29.53、34.37 亿元，增速分别为 53.3%、40.9%、16.4%；归母净利润分别为 4.27、6.24、7.44 亿元，增速分别为 78.9%、46.2%、19.1%；EPS 为 1.74、2.55、3.04 元，对应估值分别为 37X、25X、21X。我们看好公司在碘造影剂赛道中的龙头地位，产能扩张在即，中标集采后的原料药制剂一体化成本优势将体现，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,309	1,367	2,095	2,953	3,437
YoY(%)	47.0	4.5	53.3	40.9	16.4
净利润(百万元)	170	239	427	624	744
YoY(%)	81.8	40.2	78.9	46.2	19.1
毛利率(%)	42.7	44.0	44.7	46.6	46.8
EPS(摊薄/元)	0.70	0.97	1.74	2.55	3.04
ROE(%)	17.8	13.6	20.2	23.9	22.9
P/E(倍)	92.8	66.2	37.0	25.3	21.3
P/B(倍)	15.9	8.7	7.4	6.0	4.8
净利率(%)	13.0	17.5	20.4	21.1	21.6

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1231	1934	2572	3174	3614	营业收入	1309	1367	2095	2953	3437
现金	434	799	825	1163	1354	营业成本	750	766	1158	1577	1829
应收票据及应收账款	235	298	519	633	708	营业税金及附加	13	13	21	29	33
预付账款	8	11	19	24	25	营业费用	10	10	17	23	26
存货	425	537	918	1063	1234	管理费用	119	140	208	293	343
其他流动资产	128	288	291	292	293	研发费用	78	88	122	183	210
非流动资产	2254	2473	3211	3961	4236	财务费用	92	69	38	69	69
长期投资	20	100	182	264	346	资产减值损失	-28	-2	-4	-8	-15
固定资产	1091	1451	1977	2525	2681	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
无形资产	202	207	221	238	258	投资净收益	3	3	3	3	3
其他非流动资产	942	714	831	934	951	营业利润	230	294	545	800	953
资产总计	3485	4406	5783	7135	7850	营业外收入	2	15	5	6	7
流动负债	1593	1526	2578	3412	3681	营业外支出	10	6	8	8	8
短期借款	1046	828	1612	2300	2422	利润总额	222	304	543	798	952
应付票据及应付账款	295	296	598	619	792	所得税	39	50	102	144	169
其他流动负债	252	402	368	493	467	税后利润	183	254	441	654	784
非流动负债	863	1016	1022	987	746	少数股东损益	13	15	14	29	40
长期借款	842	993	999	964	723	归属母公司净利润	170	239	427	624	744
其他非流动负债	21	23	23	23	23	EBITDA	440	525	774	1124	1336
负债合计	2456	2542	3600	4399	4427						
少数股东权益	33	41	55	84	124	主要财务比率					
股本	168	245	245	245	245	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	388	978	978	978	978	成长能力					
留存收益	449	629	854	1224	1659	营业收入(%)	47.0	4.5	53.3	40.9	16.4
归属母公司股东权益	996	1824	2128	2652	3300	营业利润(%)	81.6	27.6	85.5	46.8	19.1
负债和股东权益	3485	4406	5783	7135	7850	归属于母公司净利润(%)	81.8	40.2	78.9	46.2	19.1
						获利能力					
						毛利率(%)	42.7	44.0	44.7	46.6	46.8
						净利率(%)	13.0	17.5	20.4	21.1	21.6
						ROE(%)	17.8	13.6	20.2	23.9	22.9
						ROIC(%)	8.7	8.4	10.1	12.1	13.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	70.5	57.7	62.2	61.7	56.4
						流动比率	0.8	1.3	1.0	0.9	1.0
						速动比率	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	4.7	5.1	5.1	5.1	5.1
						应付账款周转率	2.9	2.6	2.6	2.6	2.6
						估值比率					
						P/E	92.8	66.2	37.0	25.3	21.3
						P/B	15.9	8.7	7.4	6.0	4.8
						EV/EBITDA	39.8	32.5	23.0	16.2	13.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	247	174	293	753	981
净利润	183	254	441	654	784
折旧摊销	112	129	149	205	250
财务费用	92	69	38	69	69
投资损失	-3	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-169	-283	-333	-171	-119
其他经营现金流	31	8	-0	-0	-0
投资活动现金流	-132	-312	-884	-953	-522
筹资活动现金流	73	538	-167	-151	-391
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.97	1.74	2.55	3.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.71	1.20	3.08	4.01
每股净资产(最新摊薄)	4.07	7.45	8.69	10.83	13.47

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