

季度环比改善, 2022年新起点

——天宇股份 2021 年报及 2022 年一季报点评

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

报告导读

昌邑、京圣转固影响短期盈利能力, 随着产能利用率提升, 2022Q1 收入环比改善、净利率或逐季提升, 我们持续看好公司基于规模生产和工艺优化的优势, 推进 C(D)MO、原料药和制剂业务从量变到质变的迭代。

投资要点

□ 财务表现: 2022Q1 收入及净利润环比改善

公司发布 2021 年报及 2022 年一季报, 2021 年收入 25.5 亿元, 同比下降 1.6%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比下降 69.3%; 净利润率 8.0%, 同比下降 17.7pct。单季度看, 2021Q4 收入 6.1 亿元, 同比增长 3.8%; 2022Q1 收入 7.5 亿元, 同比下降 1.2%, 环比 2021Q4 增长 23.9%。单季度净利润看, 2021Q4 归母净利润为 -137 万元, 2022Q1 归母净利润为 8472 万元, 同比下降 36.5%, 环比明显提升。

□ 成长能力: CDMO 贡献增量, 预计 2022 年 API 板块边际改善

分业务板块看, CDMO 原料药及中间体板块贡献了公司 2021 年主要收入增量 (2021 年收入同比增长 552.3%, 收入占比 21.9%), 根据公司年报, “2021 年公司出色的完成了默沙东的抗疫新药紧急项目研发。公司在极短的时间内为客户提供了从研发至商业化的服务, 进一步得到了客户的高度认可与信赖”, 以年报最新披露的收入拆分口径, 我们预计“抗病毒类原料药及中间体”收入中 CDMO 收入占比较高, 带动 CDMO 业务收入增长。展望 2022-2024 年, 我们预计公司 CDMO 原料药及中间体业务增长来自于: ①已合作项目临床推进或商业化放量 (其中我们预计默沙东新冠药项目收入占比有所下降); ②新合作项目个数增加。

仿制药原料药及中间体板块看, 2021 年拖累了整体收入增长 (2021 年收入同比下降 21.2%, 收入占比 77.2%)。我们预计年报中仿制药原料药及中间体板块主要由降血压类 (估算收入占比约 85-90%)、抗哮喘类 (估算收入占比约 5-10%) 构成。从销售量看, 2021 年仿制药原料药及中间体总销售量下降 12.3% (“其中原料药销量比去年略有下滑, 中间体销量较去年同期下滑 19.87%”), 对应平均销售价下降 10%, 我们认为可以从侧面印证公司沙坦原料药级中间体规范市场收入占比高、价格相对较稳定。此外, 我们也关注到公司仿制药原料药及中间体业务在 2021 年的边际变化: ①国际大制剂厂特别是原研药企的合作持续加深 (“报告期内, 公司向国际大型制剂厂商的营业收入 147,615.39 万元, 2020 年同期收入 123,205.98 万元, 同比增长 19.81%, 占公司营业收入的 58.00%, 其中与原研制剂公司合作的收入 27,229.81 万元, 2020 年同期收入 23,382.08 万元, 同比增长 16.46%”); ②新产品注册加速 (“新增 6 个 API 与原研客户开展业务推进, 分别处在注册验证、文件递交、样品质量确认等阶段。报告期内, 公司获得国家药监部门批准的 API 注册产品 8 个, 正在审评审批中的注册产品 9 个”)。展望 2022-2024 年, 我们预计仿制药原料药及中间体业务收入增长来自于: ①非规范市场沙坦价格回升, 但考虑到公司规范市场收入占比相对较高, 我们估计整体涨价弹性有限; ②国际大制剂厂采购量增

评级

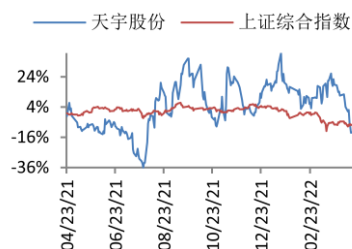
增持

上次评级 增持
当前价格 ¥ 32.00

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.24
4Q/2021	0.00
3Q/2021	0.07
2Q/2021	0.14



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 2021 年三季报点评: 盈利渐修复, 待 CMO 弹性》2021.10.23
- 2 《天宇股份 2020 年报及 2021 一季报点评: 能力过渡期, 增长新起点》2021.04.21
- 3 《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
- 4 《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
- 5 《天宇股份: 低估的技术平台型 API 公司》2020.08.15

加；③新原料药品种逐步贡献增量，我们建议关注 FDA 检查、产品注册激活节奏。

制剂业务看（2021 年收入占比 0.2%），随着仿制药新品种获批、OTC 渠道合作深化，我们预计 2022-2024 年制剂业务保持较高的增速。基于公司在心血管等慢病领域原料药优势，我们看好公司国内制剂持续获批下拓展天花板。

□ 盈利能力：产能利用率提升，2022 年净利率或逐季提升

毛利率看，2021 年同比下降 15pct，分板块看，我们认为毛利率下降主要来自于仿制药原料药及中间体板块（2021 年毛利率同比下降 18.7pct），具体看可能来自于新投入使用的生产基地产能利用率较低（我们估计中间体自给率下降对公司沙坦类原料药及中间体毛利率影响较大），及化工涨价、汇兑等因素。展望 2022-2024 年，我们预计随着山东厂区产能利用率提升和沙坦非规范市场平均价有所上涨，沙坦类原料药和中间体毛利率有望明显提升，其他品种毛利率基本稳定。综合毛利率看，我们预计 2022-2024 年公司整体毛利率有所提升。费用率看，我们考虑到 2022 年开始股权激励费用有所下降、制剂研发费用仍相对较高、仿制药销售需要持续投入销售费用，我们估计 2022 年净利率逐季或有所提升，2023-2024 年净利率提升速度有所放缓。

□ 观点：规模生产、工艺优化，从量变到质变

我们认为，公司在规模生产、工艺优化领域的技术能力已在沙坦类品种全球竞争中得到侧面验证，我们认为，2022 年是公司盈利能力提升、新产品销售（无论是仿制药还是 CDMO 领域）的新起点，新产能（京圣、昌邑、三甬等）投放强化规模优势，新项目（“在现有 3 个原料药为原研服务的基础上，努力推进 15-20 个原料药为原研服务的目标”）推进下提升固定资产周转率，制剂业务在新品种获批下有望逐步减亏并贡献利润，我们持续看好公司基于规模生产和工艺优化的优势，推进 C(D)MO、原料药和制剂业务从量变到质变的迭代。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.15、1.45 和 1.81 元/股，2022 年 4 月 22 日收盘价对应 2022 年 28 倍 PE。能力过渡期内，我们更看好公司处于新景气周期的起点，2022 年起在费用端压力减轻下，净利润率有望逐步修复，随着商业化项目逐步增多，C(D)MO 业务有望持续增长。考虑公司的发展阶段和可比公司估值情况，维持“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）	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2545	3139	3711	4468
(+/-)	-1.6%	23.3%	18.2%	20.4%
归母净利润	205	423	532	664
(+/-)	13.9%	106.7%	25.8%	24.7%
每股收益（元）	0.59	1.15	1.45	1.81
P/E	57.37	27.76	22.06	17.69

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2832	3060	3488	4172
现金	477	1088	1201	1474
交易性金融资产	73	0	0	0
应收账款	457	448	515	610
其它应收款	6	3	4	
预付账款	41	57	67	79
存货	1599	1332	1555	1851
其他	180	132	147	157
非流动资产	2968	3452	3617	3716
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	42	42	42	42
固定资产	1870	2284	2407	2452
无形资产	375	443	530	624
在建工程	491	548	486	440
其他	191	135	151	158
资产总计	5801	6512	7105	7888
流动负债	1877	1492	1733	2031
短期借款	423	100	100	100
应付款项	1173	1142	1333	1587
预收账款	0	16	19	22
其他	282	234	281	322
非流动负债	214	172	175	179
长期借款	97	97	97	97
其他	117	75	78	82
负债合计	2091	1663	1907	2210
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3709	4849	5198	5678
负债和股东权益	5801	6512	7105	7888
现金流量表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(262)	831	541	655
净利润	205	423	532	664
折旧摊销	186	127	147	160
财务费用	18	33	23	23
投资损失	(66)	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	268	(1)	123	157
其它	(873)	315	(219)	(283)
投资活动现金流	(802)	(528)	(230)	(186)
资本支出	(763)	(590)	(200)	(150)
长期投资	(33)	0	0	0
其他	(7)	62	(30)	(36)
筹资活动现金流	230	309	(198)	(195)
短期借款	221	(323)	0	0
长期借款	49	0	0	0
其他	(40)	632	(198)	(195)
现金净增加额	(835)	611	113	273

利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2545	3139	3711	4468
营业成本	1612	1903	2221	2645
营业税金及附加	22	25	30	36
营业费用	32	35	41	49
管理费用	436	439	520	625
研发费用	227	283	334	402
财务费用	18	33	23	23
资产减值损失	30	10	5	6
公允价值变动损益	(13)	(13)	(13)	(13)
投资净收益	66	66	66	66
其他经营收益	20	20	20	20
营业利润	240	484	609	754
营业外收支	(22)	(14)	(18)	(16)
利润总额	218	470	591	738
所得税	14	47	59	74
净利润	205	423	532	664
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	423	532	664
EBITDA	438	630	762	921
EPS (最新摊薄)	0.59	1.15	1.45	1.81
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-1.64%	23.34%	18.21%	20.40%
营业利润	-69.95%	101.70%	25.85%	23.70%
归属母公司净利润	13.89%	106.66%	25.84%	24.73%
获利能力				
毛利率	36.65%	39.38%	40.14%	40.81%
净利率	8.04%	13.47%	14.34%	14.86%
ROE	5.64%	9.89%	10.60%	12.21%
ROIC	5.44%	8.89%	10.16%	11.53%
偿债能力				
资产负债率	36.05%	25.54%	26.85%	28.02%
净负债比率	29.33%	14.24%	12.91%	11.67%
流动比率	1.51	2.05	2.01	2.05
速动比率	0.66	1.16	1.12	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.51	0.55	0.60
应收账款周转率	6.01	6.77	7.22	7.28
应付账款周转率	3.09	3.03	3.59	3.62
每股指标(元)				
每股收益	0.59	1.15	1.45	1.81
每股经营现金	-0.71	2.26	1.47	1.78
每股净资产	10.66	13.21	14.16	15.47
估值比率				
P/E	57.37	27.76	22.06	17.69
P/B	3.00	2.42	2.26	2.07
EV/EBITDA	38.59	17.31	14.16	11.44

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>