

司太立 (603520)

证券研究报告
2024年06月10日

定增落地，看好后续 API+制剂进入高速增长期

事件

2024年6月6日，司太立发布完成定增公告。本次定增发行数量为9589.54万股，发行价格为每股人民币9.75元，募集资金总额为人民币9.35亿元，扣除发行费用（不含税）后，实际募集资金净额为人民币9.28亿元。我们认为定增产能落地后，司太立将进一步巩固碘造影剂原料药产能优势。在碘价下行的背景下，后续公司业绩有望进入高速增长期。

碘价：全球产能持续恢复，碘价已进入下行趋势

SQM 数据显示，碘价从 2023Q1 的 70 美元/千克（SQM 口径）降至 2024Q1 的 65 美元/千克；同时中国海关数据库数据显示，2024 年 4 月最近碘价为 64 美元/千克，碘价下行趋势已经显现。考虑到碘价下降对公司业绩短期内有较大的影响，我们预计公司利润端有望实现稳定增长。

API：定增落地后产能瓶颈逐渐解除，后续收入有望加速增长

原料药产能方面，相较于同行业竞争对手，司太立已投产的造影剂原料药品种丰富、上市时间早，经过 20 余年持续不断的投入，在碘海醇、碘帕醇及碘克沙醇三个品种上已合计拥有近 1,800 吨产能，其中碘海醇产能约 1000 吨；此外，公司在韩国、日本、印度、伊朗、欧洲等国家和地区的市場也呈现出蓬勃发展的态势，公司预计造影剂需求将继续增长。

根据公司公告中产能和单价测算，定增落地前公司 API 产能已经基本达到瓶颈，已经成为限制公司 API 收入增长的主要因素。本次定增落地后，相关产能释放有望带动公司收入体量加速提升。

制剂：国内品种布局齐全，海外业务加速推进

国内方面，截至 2023 年底，司太立制药已成为国内仿制药企业中，获批碘对比剂品种最多的企业，2023 年国内制剂实现收入 4.9 亿元（yoy+42.44%）。

海外方面，公司将发挥上海司太立+爱尔兰 IMAX 双平台优势，重点推进 EU-GMP 认证工作，突破高端市场认证。

盈利预测与投资评级

考虑到碘价下降节奏较前预期偏慢，将 2024-2026 年公司营业收入调整至 26.09/32.14/40.67 亿元（2024-2025 年前值为 29.56/35.51 亿元），归母净利润调整至 1.55/3.22/4.82 亿元（2024-2025 年前值 2.50/4.25 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：测算具有主观性风险，碘价下降不及预期风险，市场竞争风险，海外推广不及预期风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	342.51
流通 A 股股本(百万股)	342.51
A 股总市值(百万元)	3,476.52
流通 A 股市值(百万元)	3,476.52
每股净资产(元)	5.15
资产负债率(%)	66.90
一年内最高/最低(元)	17.25/7.86

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《司太立-季报点评:销售规模持续扩大，一体化战略持续兑现》2023-11-01
- 《司太立-首次覆盖报告:造影剂龙头地位巩固，一体化布局逐步兑现》2023-09-05

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,131.24	2,195.99	2,609.27	3,213.70	4,067.03
增长率(%)	6.57	3.04	18.82	23.16	26.55
EBITDA(百万元)	576.84	481.17	523.81	704.71	876.48
归属母公司净利润(百万元)	(75.85)	44.23	155.42	321.93	481.74
增长率(%)	(123.43)	(158.32)	251.37	107.13	49.64
EPS(元/股)	(0.22)	0.13	0.45	0.94	1.41
市盈率(P/E)	(45.84)	78.60	22.37	10.80	7.22
市净率(P/B)	1.97	1.98	1.81	1.47	1.19
市销率(P/S)	1.63	1.58	1.33	1.08	0.85
EV/EBITDA	15.11	15.03	11.05	7.46	5.57

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 碘价：全球产能持续恢复，碘价已进入下行趋势

全球碘产能持续恢复。据 USGS 数据显示，截至 2022 年底全球碘累计探明储量约为 610 万吨，储量主要集中在日本、智利；从产量方面来看，近年来全球碘产量整体呈波动增长的趋势，2022 年全球碘产量约为 3.3 万吨，同比增长 1.5%。从主要生产地区看，根据 SQM2021 年报，世界上主要的碘生产国包括智利、日本和美国，这三个国家的总产量约占全球总产量的 94%。此外，俄罗斯、土库曼斯坦、阿塞拜疆和中国也生产少量的碘。

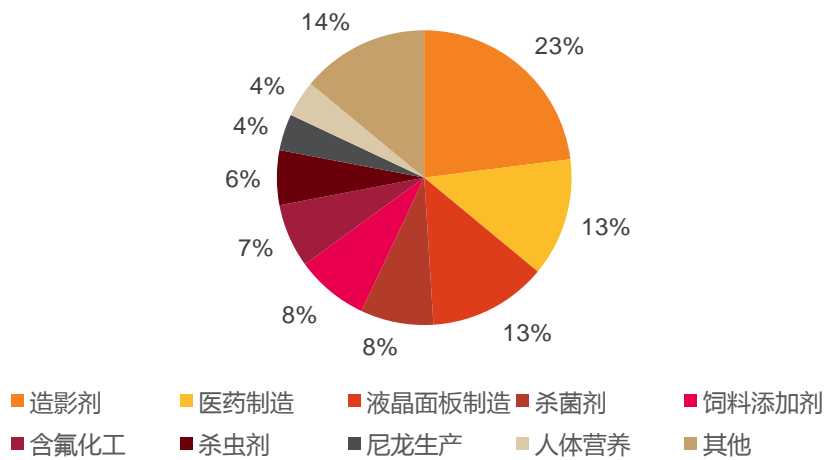
表 1：全球主要产碘国家制碘原料（2021 年情况）

生产地区	制碘原料	全球销售占比
智利	由天然硝石矿制硝酸钠过程中的副产物	59%
日本	1934 年开始以卤水为主要原料	29%
美国	来自开采石油和天然气的油、气田卤水以及盐湖层间卤水	6%
中国	海带、地下盐卤、矿石伴生碘	

资料来源：网化商城公众号，天风证券研究所

碘广泛用于医疗、农业和工业应用以及人类和动物营养产品，造影剂是碘下游第一大应用。碘和碘化物用作产品配方中的原料或催化剂，例如 X 射线造影剂，杀菌剂，防腐剂和消毒剂，医药中间体，LCD 和 LED 屏幕的偏光膜，化学品，有机化合物和颜料。碘也以碘酸钾或碘化钾的形式添加到食用盐中，以防止缺碘症。

图 1：2021 年全球碘下游应用



资料来源：网化商城公众号，天风证券研究所

作为全球最大的碘生产商之一，SQM 碘产能扩产计划持续推进。根据 SQM 公告，目前公司有 2 个碘扩产项目正在持续推进：1300 吨(Pampa Blanca)及 2500 吨(Greenfield projects)扩产持续推进。

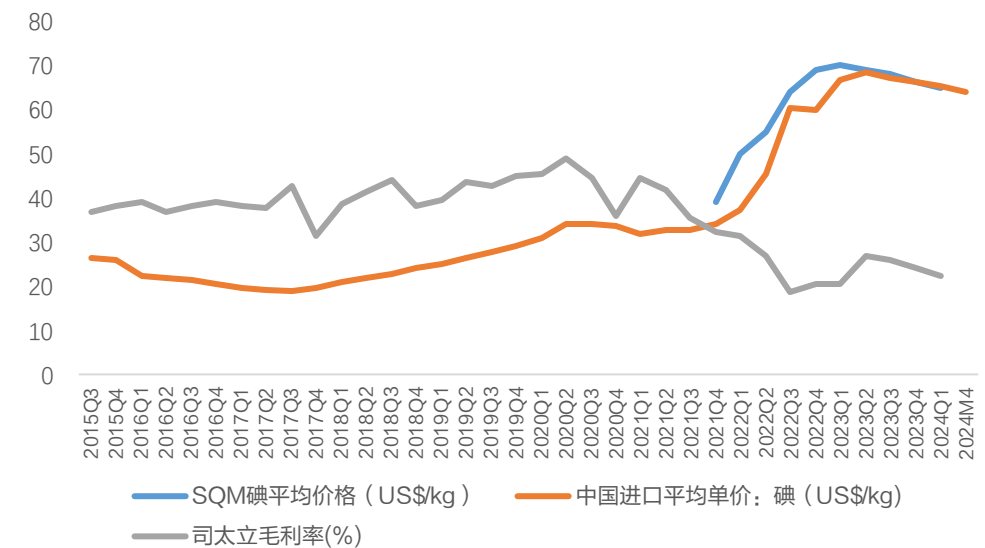
图 2：2015-2022 年全球碘储量及产能情况



资料来源：USGS，智研咨询公众号，天风证券研究所

目前全球碘价仍处于高位，下降趋势已经显现。随着上游大型碘供应企业扩产，以及中小型碘矿产能释放，公司预计未来碘价整体呈现下降趋势。根据 SQM 数据，碘价从 2023Q1 的 70 美元/千克（SQM 口径）降至 2024Q1 的 65 美元/千克；同时中国海关数据库数据显示，2024 年 4 月最近碘价为 64 美元/千克，碘价下行趋势已经显现。

图 3：2015-2024M4 碘价（SQM 与中国海关数据库口径，US\$/KG）与司太立毛利率（%）



资料来源：Wind，SQM 推介材料，天风证券研究所

2. API：产能瓶颈逐渐解除，后续收入有望加速增长

原料药产能方面，相较于同行业竞争对手，司太立已投产的造影剂原料药品种丰富、上市时间早，经过 20 余年持续不断的投入，在碘海醇、碘帕醇及碘克沙醇三个品种上已合计拥有近 1,800 吨产能，其中碘海醇产能约 1000 吨。

受困于产能限制，司太立近年来原料药（API）收入增速放缓。司太立 2021/2022/2023 年造影剂（包含 API 及制剂）收入分别为 17.43 亿元，17.53 亿元，18.17 亿元。根据公司公告的 API 单价（碘帕醇+碘克沙醇合计 800 吨，统一采取更高单价的碘克沙醇计算）及截至 2023 年底产能（以公开数据为准）测算，2023 年底满产能下 API 收入最大值为 20.21 亿元。在不考虑制剂的因素下，公司产能瓶颈成为限制公司 API 收入增长的主要因素。

本次定增新增产能共 1550 吨，产能瓶颈有望逐渐解除。本次募投项目一方面对碘造影剂原料药产能扩产，进一步提升规模生产优势及市场控制力；也会补齐碘美普尔、碘普罗胺

等原料药产能，能为公司承接国际原研药厂原料药产能转移提供坚实支持。此外，公司部分造影剂产线建成时间早，技术经济指标相对落后，逐渐难以满足生产需求。公司拟根据新建产能的投产节奏，逐步淘汰老旧产能。

表 2：司太立 1550 吨碘造影剂新增产能（吨/年）及预估销售收入

产品名称	产能（吨/年）	预估销售单价（万元/吨）	预估销售收入（亿元）
碘海醇	600	68.37	4.10
碘克沙醇	400	146.29	5.85
碘帕醇	250	104.35	2.61
碘佛醇	100	113.69	1.14
碘美普尔	100	122.54	1.23
碘普罗胺	100	122.54	1.23
总和	1550	-	16.15

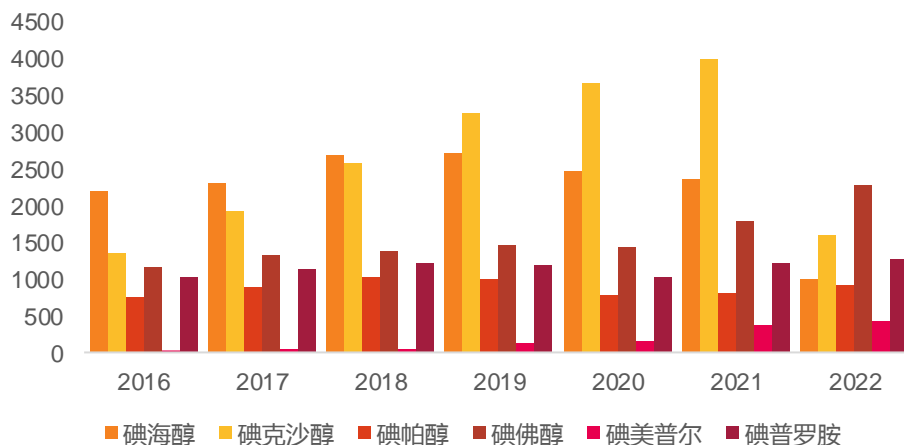
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司具备优势市场地位和稳定的客户资源。近年来，司太立在产品研发上取得了较好的成果，国内几家造影剂主要制剂厂家生产制剂的原料药主要由司太立生产提供。与此同时，司太立在韩国、日本、印度、伊朗、欧洲等国家和地区的市场也呈现出蓬勃发展的态势。稳定优质的客户群及广阔的市场空间均为本次发行募投项目产能的消化提供保障。

3. 制剂：国内品种布局齐全，海外业务加速推进

国内制剂业务布局齐全。截至 2023 年底，司太立制药已成为国内仿制药企业中，获批碘对比剂品种最多的企业，碘对比剂制剂已涵盖碘海醇注射液、碘帕醇注射液、碘克沙醇注射液、碘美普尔注射液和碘佛醇注射液 5 个品种。此外，同时超声造影剂、磁共振造影剂研发注册工作亦稳步推进。2024 年 5 月，公司取得钆贝葡胺注射液批件。

图 4：国内碘造影剂品种市场规模（百万元）



资料来源：米内网，天风证券研究所

注：统计口径为中国公立医院

依托公司产业链一体化带来的成本优势，借助于第五批集采产品碘海醇的续标工作，公司进一步拓宽销售网络和终端市场；同时，借助于山东省集采和国家集采的中选，公司建立并逐步完善了在全国各省的销售网络。2023 年国内制剂实现收入 4.9 亿元 (yoy+42.44%)。2024 年将重点推进碘美普尔注射液等非集采品种的市场开拓工作和销售工作。

借助司太立+IMAX 平台优势，突破高端市场认证。公司将发挥上海司太立+爱尔兰 IMAX 双平台优势，针对不同国家的制剂准入要求，灵活筛选海外目标市场，从短中长期制定合宜的市场开发计划。同时，上海司太立充分借助 IMAX 平台，2024 年重点推进 EU-GMP 认证工作，突破高端市场认证。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	661.56	565.13	208.74	257.10	325.36
应收票据及应收账款	543.84	342.22	889.93	627.65	1,292.89
预付账款	11.73	15.79	18.42	19.50	28.02
存货	738.58	1,148.28	903.28	912.08	898.67
其他	215.92	193.34	189.77	199.57	204.03
流动资产合计	2,171.64	2,264.76	2,210.14	2,015.89	2,748.97
长期股权投资	95.94	99.86	99.86	99.86	99.86
固定资产	1,550.11	1,890.43	1,902.03	1,951.12	1,940.22
在建工程	635.52	453.09	503.09	553.09	603.09
无形资产	327.16	315.02	299.75	284.47	269.19
其他	521.82	493.26	515.47	499.00	491.85
非流动资产合计	3,130.54	3,251.66	3,320.19	3,387.54	3,404.21
资产总计	5,302.18	5,516.42	5,530.33	5,403.43	6,153.18
短期借款	1,688.79	1,855.03	1,810.90	1,439.92	1,171.42
应付票据及应付账款	540.63	508.10	746.34	712.61	1,127.46
其他	519.92	557.35	526.20	523.49	609.09
流动负债合计	2,749.35	2,920.48	3,083.43	2,676.03	2,907.97
长期借款	673.85	734.45	440.67	264.40	211.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	97.32	91.68	79.08	89.36	86.71
非流动负债合计	771.18	826.13	519.75	353.76	298.23
负债合计	3,530.97	3,757.52	3,603.18	3,029.79	3,206.20
少数股东权益	5.97	6.30	7.62	10.80	14.92
股本	342.91	342.51	342.51	342.51	342.51
资本公积	813.79	810.74	810.74	810.74	810.74
留存收益	624.25	600.23	782.89	1,220.66	1,788.33
其他	(15.72)	(0.88)	(16.62)	(11.07)	(9.52)
股东权益合计	1,771.21	1,758.90	1,927.15	2,373.64	2,946.99
负债和股东权益总计	5,302.18	5,516.42	5,530.33	5,403.43	6,153.18

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(71.93)	44.55	155.42	321.93	481.74
折旧摊销	167.36	184.41	203.68	216.18	226.18
财务费用	119.58	97.99	95.54	79.10	60.38
投资损失	(10.79)	10.32	(1.77)	(5.45)	(1.01)
营运资金变动	(440.58)	(274.87)	(46.09)	186.48	(160.25)
其它	157.99	(17.86)	1.56	2.12	3.61
经营活动现金流	(78.37)	44.55	408.34	800.35	610.65
资本支出	449.55	333.23	262.60	289.72	252.65
长期投资	(23.62)	3.92	0.00	0.00	0.00
其他	(758.15)	(591.14)	(511.69)	(583.84)	(501.86)
投资活动现金流	(332.22)	(253.99)	(249.08)	(294.12)	(249.21)
债权融资	758.92	179.42	(527.35)	(580.11)	(381.29)
股权融资	(280.04)	11.38	11.70	122.23	88.10
其他	(115.30)	(107.79)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	363.58	83.01	(515.65)	(457.88)	(293.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(47.01)	(126.42)	(356.39)	48.35	68.27

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,131.24	2,195.99	2,609.27	3,213.70	4,067.03
营业成本	1,618.79	1,662.66	1,846.40	2,178.42	2,716.12
营业税金及附加	14.56	18.45	20.01	24.65	31.19
销售费用	70.81	99.13	127.07	153.94	192.37
管理费用	145.49	127.87	147.68	178.36	221.25
研发费用	132.61	134.56	165.17	205.03	261.92
财务费用	113.79	96.49	95.54	79.10	60.38
资产/信用减值损失	(125.36)	(20.58)	(16.23)	(11.00)	(6.00)
公允价值变动收益	0.88	0.02	0.43	(0.21)	0.11
投资净收益	10.93	(14.13)	1.77	5.45	1.01
其他	204.53	42.32	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(55.79)	49.19	193.36	388.44	578.92
营业外收入	1.02	0.20	0.04	0.83	0.52
营业外支出	10.63	4.04	7.03	3.24	1.77
利润总额	(65.40)	45.35	186.37	386.03	577.67
所得税	6.52	0.80	29.82	61.76	92.43
净利润	(71.93)	44.55	156.55	324.26	485.24
少数股东损益	3.92	0.32	1.13	2.34	3.50
归属于母公司净利润	(75.85)	44.23	155.42	321.93	481.74
每股收益(元)	(0.22)	0.13	0.45	0.94	1.41

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.57%	3.04%	18.82%	23.16%	26.55%
营业利润	-113.96%	-188.17%	293.08%	100.89%	49.04%
归属于母公司净利润	-123.43%	-158.32%	251.37%	107.13%	49.64%
获利能力					
毛利率	24.04%	24.29%	29.24%	32.21%	33.22%
净利率	-3.56%	2.01%	5.96%	10.02%	11.85%
ROE	-4.30%	2.52%	8.10%	13.62%	16.43%
ROIC	2.05%	3.79%	5.83%	9.28%	12.95%
偿债能力					
资产负债率	66.59%	68.12%	65.15%	56.07%	52.11%
净负债率	119.63%	141.64%	125.36%	78.63%	50.13%
流动比率	0.79	0.77	0.72	0.75	0.95
速动比率	0.52	0.38	0.42	0.41	0.64
营运能力					
应收账款周转率	3.92	4.96	4.24	4.24	4.24
存货周转率	3.39	2.33	2.54	3.54	4.49
总资产周转率	0.42	0.41	0.47	0.59	0.70
每股指标(元)					
每股收益	-0.22	0.13	0.45	0.94	1.41
每股经营现金流	-0.23	0.13	1.19	2.34	1.78
每股净资产	5.15	5.12	5.60	6.90	8.56
估值比率					
市盈率	-45.84	78.60	22.37	10.80	7.22
市净率	1.97	1.98	1.81	1.47	1.19
EV/EBITDA	15.11	15.03	11.05	7.46	5.57
EV/EBIT	20.86	23.85	18.08	10.77	7.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com