

司太立 (603520.SH) / 化学制药

证券研究报告/公司点评

2024年09月02日

评级：买入（维持）

市场价格：8.42

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

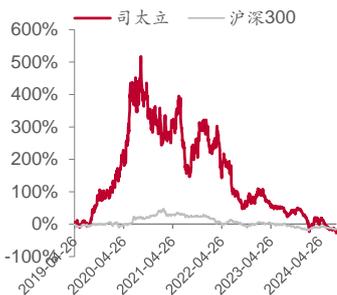
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2131.24	2195.99	2638.81	3098.93	3631.88
增长率 yoy%	6.57%	3.04%	20.17%	17.44%	17.20%
净利润(百万元)	-75.85	44.23	103.66	280.98	393.93
增长率 yoy%	-123.43%	158.32%	134.35%	171.06%	40.20%
每股收益(元)	-0.17	0.10	0.24	0.64	0.90
每股现金流量	-0.18	0.10	0.73	0.94	1.17
净资产收益率	-4.30%	2.52%	3.75%	9.22%	11.46%
P/E	-46.18	79.19	33.79	12.47	8.89
PEG	0.37	0.50	0.25	0.07	0.22
P/B	1.98	2.00	1.27	1.15	1.02

备注：数据截至 2024.8.30

基本状况

总股本(百万股)	438.41
流通股本(百万股)	342.51
市价(元)	8.42
市值(百万元)	3691.41
流通市值(百万元)	2883.97

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 司太立(603520.SH)-23H1 业绩预告点评：业绩环比向好，关注碘价拐点-20230717
- 司太立(603520.SH)-2023 三季报点评：原材料成本影响业绩，静待碘价拐点-20231102

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年半年报，实现营收 13.30 亿元，同比增长 22.75%；归母净利润 2290 万元，同比下降 35.09%；扣非净利润 2032 万元，同比下降 23.29%。**
- **收入增长强劲，成本阶段性承压，利润有所波动。**分季度看，2024Q2 实现营业收入 6.88 亿元（同比+32.86%，环比+7.14%），归母净利润 1062 万元（同比-58.71%，环比-13.57%）。2024H1 整体利润低于增速主要系上游供应商原材料价格上涨及新增产线折旧增加导致毛利率较同期下降所致，且为加强制剂产品推广，销售费用上涨。
- **分业务：造影剂成本阶段性承压；制剂销售快速增长，碘海醇接续工作有序推进。**
API：2024H1 碘价仍处于较高位置，根据碘进口平均单价来看，2024Q2 碘平均单价环比下降 1.15%，同比下降 5.93%，降幅有限。当前碘价仍处于历史高位，随着供给逐步恢复，价格有望逐渐下行，带来利润端的改善。**制剂：**借助山东省集采和国家集采的中选、续标，影像领域对比剂发展迅速，24H1 制剂收入 2.97 亿元，同比增长 27.83%，碘海醇制剂在的多省市成功续标及未中标省份的销售拓展，将有望为制剂再添增长动力。报告期内钆贝葡胺注射液成功获得药品注册证书，促进公司“全品种”、“全产业链”战略布局进一步落实。
- **子公司：上海司太立收入较快增长，利润端受成本及折旧影响。**1) 母公司：营收 7.44 亿元（同比+18.33%，下同），净利润 1201 万元（+209.54%），毛利率 16.61%（+1.17pp）。2) 上海司太立：营收 296.85 亿元（+34.49%），净利润-2661 万元。3) 海神制药：营收 3.33 亿元（+30.53%），净利润-668 万元（-146.98%）。4) 江西司太立：营收 5.31 亿元（+13.39%），净利润 15 万元（-99.35%）。
- **费用率：毛利率有所波动，期间费用率下降，研发投入有所收窄。**毛利率：24H1、24Q2 毛利率为 21.49%（同比-2.07pp，下同）、20.81%（-6.08pp）。24H1 造影剂毛利率 22.84%（-2.64pp），喹诺酮类毛利率 8.68%（-2.38pp）。费用率：24H1、24Q2 销售费用率 4.81%（+0.94）、5.58%（+1.13pp），主要系本期加强制剂产品推广。管理费用率 4.52%（-1.07pp）、4.33%（-2.38pp）。24H1、24Q2 期间费用率为 13.26%（-0.57pp）、13.03%（-3.38pp）。研发费用：24H1、24Q2 研发费用 6291 万元（-3.47%）、3078 万元（+1.51%），占收入比例 4.73%（-1.28pp）、4.47%（-1.38pp），研发投入略有收窄，占比基本保持稳定。
- **盈利预测与投资建议：**根据 2024 中报，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入 26.39、30.99、36.32 亿元（23-25 年调整前 22.39、25.27、29.10 亿元），同比增长 20.17%、17.44%和 17.20%；归母净利润 1.04、2.81、3.94 亿元（23-25 年调整前 0.81、1.60、3.00 亿元），同比增长 134.35%、171.06%和 40.20%。当前股价对应 24-26 年 PE 为 34/12/9 倍。考虑公司制剂业务发展稳健，原料药制剂一体化优势显著，主要原材料碘价格虽处于历史高位但有望步入下行通道带动盈利能力回升，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：环保风险；质量风险；与客户形成竞争导致订单流失风险；原材料价格上涨风险；产品获批进度低于预期风险；公开资料信息滞后或更新不及时风险。**

内容目录

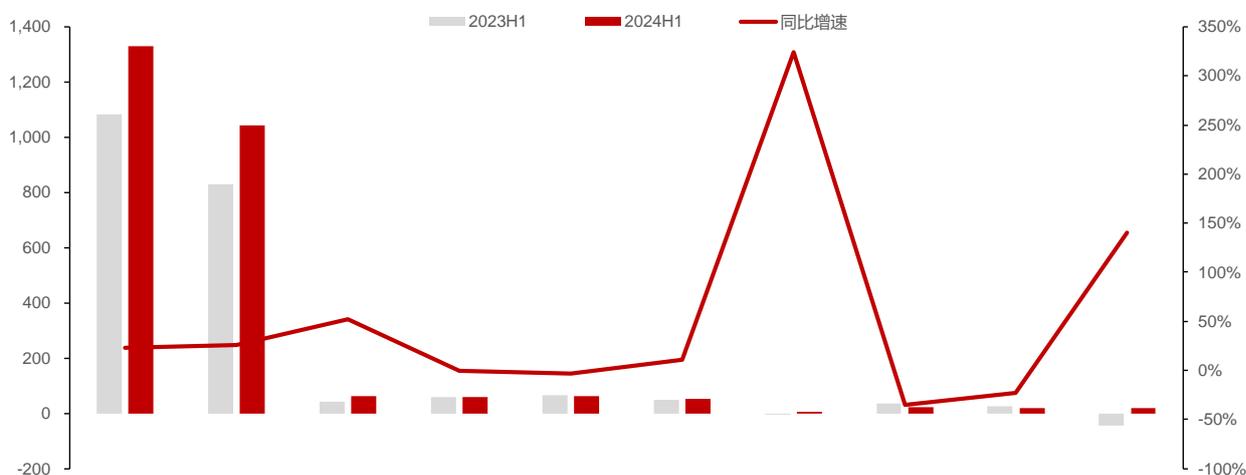
成本、折旧阶段承压，制剂业务快速增长.....	- 3 -
收入增长强劲，成本阶段性承压，利润有所波动.....	- 3 -
上海司太立收入较快增长，利润端受成本及折旧影响.....	- 4 -
分业务：造影剂 API 成本阶段性承压，制剂销售快速增长.....	- 5 -
费用率：毛利率有所波动，费用率下降，研发投入有所收窄.....	- 6 -
风险提示.....	- 7 -

成本、折旧阶段承压，制剂业务快速增长

收入增长强劲，成本阶段性承压，利润有所波动

- 24H1 公司实现营业收入 13.30 亿元，同比增长 22.75%；归母净利润 2290 万元，同比下降 35.09%；扣非净利润 2032 万元，同比下降 23.29%，毛利率为 21.49%，同比下降 2.07%。分季度看，2024Q2 实现营业收入 6.88 亿元，同比上升 32.86%，环比上升 7.14%；归母净利润 1062 万元同比下降 58.71%；扣非净利润 1048 万元，同比下降 44.90%，毛利率 20.81%，同比下降 6.08%。2024H1 整体利润低于增速主要系上游供应商原材料价格上涨及新增产线折旧增加导致毛利率较同期下降所致，且为加强制剂产品推广，销售费用上涨。

图表 1：2024H1 主要财务数据变化（单位：百万元，%）



	营业收入	营业成本	销售费用	管理费用	研发费用	财务费用	所得税	归母净利润	扣非归母净利润	经营现金流
2023H1	1,083.88	828.49	42.00	60.58	65.17	47.36	-2.00	35.28	26.48	-43.89
2024H1	1,330.45	1,044.48	63.94	60.20	62.91	52.30	4.48	22.90	20.32	17.58
同比增速	22.75%	26.07%	52.26%	-0.63%	-3.47%	10.43%	324.25%	-35.09%	-23.29%	140.04%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：司太立营收（百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：司太立归母净利润（百万元，%）



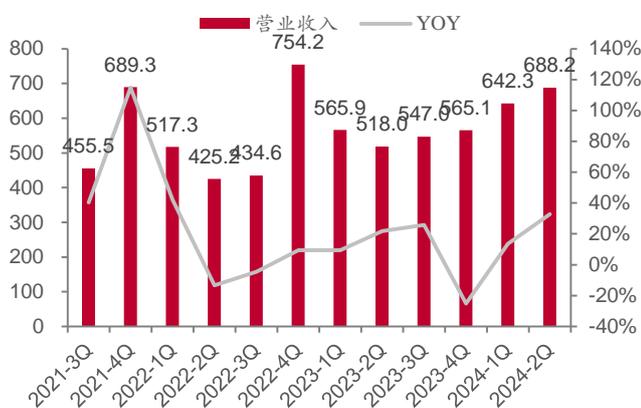
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：司太立分季度财务数据（单位：百万元）

项目	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q	2024-2Q
营业收入	491.02	455.55	689.27	517.30	425.17	434.61	754.16	565.91	517.97	547.02	565.08	642.30	688.15
营业收入同比	14.04%	40.45%	114.95%	42.08%	-13.41%	-4.60%	9.42%	9.40%	21.83%	25.87%	-25.07%	13.50%	32.86%
营业收入环比	34.87%	-7.22%	51.30%	-24.95%	-17.81%	2.22%	73.53%	-24.96%	-8.47%	5.61%	3.30%	13.66%	7.14%
营业成本	286.54	294.95	467.48	355.45	311.15	353.66	598.53	449.80	378.69	405.83	428.34	499.54	544.94
毛利率	41.64%	35.25%	32.18%	31.29%	26.82%	18.62%	20.64%	20.52%	26.89%	25.81%	24.20%	22.23%	20.81%
销售费用	4.79	3.22	8.82	5.89	29.61	21.07	14.24	18.95	23.04	22.27	34.86	25.57	38.37
管理费用	38.70	27.08	34.72	35.11	35.31	35.90	39.18	25.81	34.77	30.80	36.49	30.40	29.80
研发费用	28.20	28.55	43.02	27.97	33.80	33.70	37.14	34.84	30.32	38.38	31.02	32.12	30.78
财务费用	6.50	23.46	14.60	12.42	45.13	41.44	14.80	20.18	27.18	37.56	11.57	30.82	21.47
营业利润	121.69	74.71	123.43	93.57	-6.50	-43.81	-99.05	9.90	25.10	8.52	5.67	19.43	9.14
利润总额	119.06	74.00	123.03	92.32	-9.26	-45.16	-103.30	9.70	23.57	8.05	4.03	18.55	9.11
所得税	30.93	8.11	11.89	5.70	8.07	-5.03	-2.22	0.37	-2.37	3.82	-1.03	5.99	-1.51
归母净利润	91.08	63.85	104.26	80.24	-16.16	-44.54	-95.39	9.57	25.71	4.04	4.91	12.28	10.62
归母净利润同比	-3.14%	8.66%	158.84%	24.27%	-117.74%	-169.76%	-191.49%	-88.08%	-259.11%	-109.07%	-105.15%	28.37%	-58.71%
净利率	18.55%	14.02%	15.13%	15.51%	-3.80%	-10.25%	-12.65%	1.69%	4.96%	0.74%	0.87%	1.91%	1.54%
扣非归母净利润	104.08	60.69	83.58	73.12	-21.39	-47.34	-102.32	7.46	19.03	0.73	8.50	9.83	10.48
扣非归母净利润同比	11.50%	8.31%	94.79%	22.87%	-120.55%	-178.01%	-222.42%	-89.80%	-188.94%	-101.55%	-108.31%	31.85%	-44.90%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：分季度营收（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6：分季度归母净利润（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

上海司太立收入较快增长，利润端受成本及折旧影响

- 母公司：营收 7.44 亿元 (+18.33%)，净利润 1201 万元 (+209.54%)，毛利率 16.61% (+1.17pp)。
- 上海司太立：营收 296.85 亿元 (+34.49%)，净利润-2661 万元。
- 海神制药：营收 3.33 亿元 (+30.53%)，净利润-668 万元 (-146.98%)。
- 江西司太立：营收 5.31 亿元 (+13.39%)，净利润 15 万元 (-99.35%)。

图表7：司太立子公司营收利润情况（百万元，%）

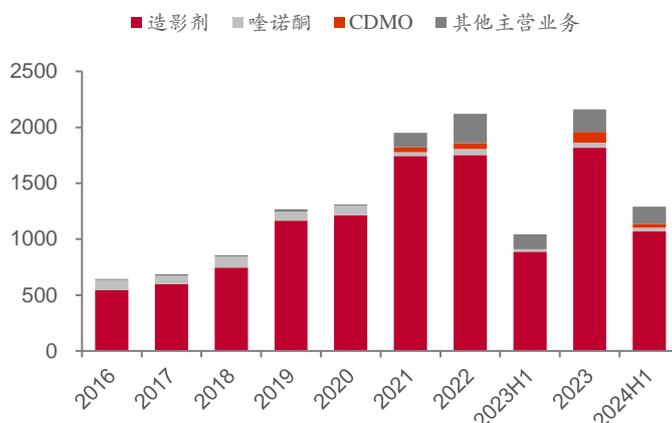
	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
合并报表	890.47	635.86	1,308.84	722.06	1,367.09	855.10	1,999.92	942.47	2,131.24	1,083.88	2,195.98	1,330.45
净利润	95.54	97.49	182.92	139.69	253.60	152.74	329.77	69.29	-71.93	35.27	44.55	23.18
净利率(%)	10.73%	15.33%	13.98%	19.35%	18.55%	17.86%	16.49%	7.35%	-3.37%	3.25%	2.03%	1.74%
母公司	811.99	487.33	1,014.43	576.43	961.48	579.40	1,291.16	589.20	1,294.90	628.21	1,240.54	743.78
yoy(%)	16.96%	16.52%	24.93%	18.28%	-5.22%	0.52%	34.29%	1.69%	0.29%	6.62%	-4.19%	18.33%
毛利	283.29	161.66	357.68	221.88	359.68	243.75	420.44	111.11	206.92	97.01	214.61	123.55
yoy(%)		11.74%	26.26%	37.26%	0.56%	9.85%	16.89%	-54.42%	-50.79%	-12.69%	3.72%	27.36%
毛利率(%)	34.89%	33.17%	35.26%	38.49%	37.41%	42.07%	32.56%	18.86%	15.98%	15.44%	17.30%	16.61%
净利润	146.06	67.93	150.45	119.13	187.48	222.62	304.43	41.56	72.84	3.88	181.37	12.01
yoy(%)	11.58%	-16.87%	3.00%	75.37%	24.62%	86.86%	62.38%	-81.33%	-76.07%	-90.66%	149.00%	209.54%
净利率(%)	17.99%	13.94%	14.83%	20.67%	19.50%	38.42%	23.58%	7.05%	5.63%	0.62%	14.62%	1.61%
海神制药（并表）	15.50	132.28	248.41	118.82	338.92	207.71	569.99	232.64	612.28	255.33	516.52	333.28
净利润	2.11	32.94	63.85	27.64	61.94	33.27	101.87	25.75	66.79	14.22	26.08	-6.68
净利率(%)	13.59%	24.90%	25.70%	23.26%	18.28%	16.02%	17.87%	11.07%	10.91%	5.57%	5.05%	-2.00%
上海司太立（制剂公司）	4.04	0.94	4.58	0.00	12.24	67.98	219.14	156.54	348.67	220.72	481.09	296.85
净利润	-54.98	-22.87	-56.24	-37.56	-73.91	-18.94	-34.02	-24.40	-55.98	-1.09	-31.33	-26.61
江西司太立（中间体）	343.01	196.92	410.88	275.20	495.22	242.35	640.84	297.02	722.20	468.26	931.74	530.97
yoy(%)	48.49%	54.22%	19.79%	39.75%	20.53%	-11.94%	29.40%	22.56%	12.70%	57.65%	29.01%	13.39%
净利润	29.36	17.13	28.56	35.79	60.91	18.96	69.99	20.24	16.12	23.22	22.5	0.15
净利率(%)	8.56%	8.70%	6.95%	13.01%	12.30%	7.83%	10.92%	6.82%	2.23%	4.96%	2.41%	0.03%

来源：公司公告，中泰证券研究所

分业务：造影剂 API 成本阶段性承压，制剂销售快速增长

- **API**：2024H1 碘价仍处于较高位置，根据碘进口平均单价来看，2024Q2 碘平均单价环比下降 1.15%，同比下降 5.93%，随着供给端逐步恢复，碘价有望逐渐下行，带来利润端的改善。
- **制剂**：借助山东省集采和国家集采的中选、续标，影像领域对比剂发展迅速，24H1 制剂收入 2.97 亿元（同比+27.83%，下同），碘海醇制剂在的多省市成功续标及未中标省份的销售拓展，将有望为制剂再添增长动力。报告期内钆贝葡胺注射液成功获得药品注册证书，促进公司“全品种”、“全产业链”战略布局进一步落实。

图表8：分产品销售收入（百万元）

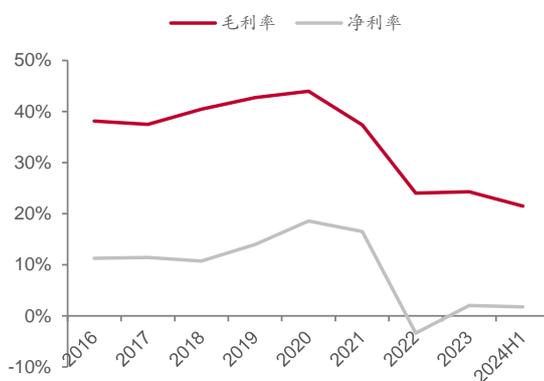


来源：公司公告，中泰证券研究所

费用率：毛利率有所波动，费用率下降，研发投入有所收窄

- **毛利率**：24H1、24Q2 毛利率为 21.49%(-2.07pp)、20.81%(-6.08pp)，。24H1 造影剂毛利率 22.84%(-2.64pp)，喹诺酮类毛利率 8.68%(-2.38pp)。
- **费用率**：24H1、24Q2 销售费用率 4.81% (+0.94)、5.58% (+1.13pp)，主要系本期加强制剂产品推广。管理费用率 4.52% (-1.07pp)、4.33%(-2.38pp)。24H1、24Q2 期间费用率为 13.26% (-0.57pp)、13.03%(-3.38pp)。
- **研发投入**：24H1、24Q2 研发费用 6291 万元 (-3.47%)、3078 万元 (+1.51%)，占收入比例 4.73% (-1.28pp)、4.47% (-1.38pp)，研发投入略有收窄，占比基本保持稳定。

图表 9：司太立历年毛利率和净利率 (%)



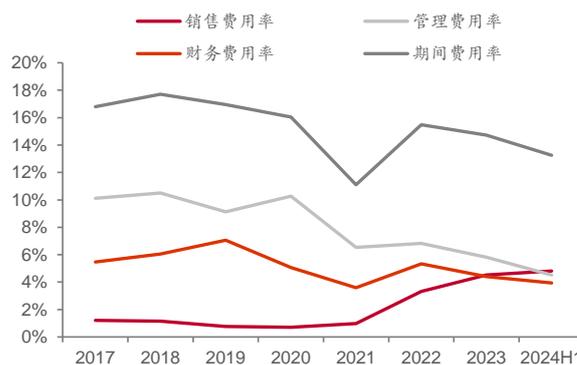
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：司太立研发费用率 (百万元, %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：司太立历年三项费用率 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- **环保风险。**公司特色原料药及中间体行业需要满足较高的环保求，在目前不断趋严的情况下，公司可能存在环保要求不达标风险。
- **质量风险。**公司产品未来将主要销往欧美日等具有严格法规监管的高端范市场，满足这些市场需要具备有较强的研发实力和质量管控能。考虑目前全球药品监管不断趋严，技术水平持续提升公司可能出现质量偏差的风险。如果出现质量不符合标准情况，公司可能面临产品召回、禁止销售以及客户赔偿等风险。
- **与客户形成竞争导致订单流失的风险。**公司已经布局下游制剂多年，产品陆续获批，可能在终端市场与下游客户形成竞争，从而导致原料药订单流失的风险。
- **原材料价格上涨的风险。**公司上游原材料主要为碘，成本占比较高，可能出现碘价格上涨带来的成本风险。
- **产品获批进度低于预期的风险。**公司已获得碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘美普尔的制剂生产批件，正在进行碘佛醇、碘普罗胺等其他品种非离子型碘造影剂产品的研发与注册，由于药品审评批存在不确定性，可能出现产品获批进度低于预期的风险。
- **公开资料信息滞后或更新不及时风险。**报告中部分内容来自于公开资料，可能存在公开资料信息滞后或更新不及时的情况。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。