

天宇股份 (300702.SZ)

底部蓄势，原料药新品、制剂逐步打开新增长曲线

公司 2024 年中报:

2024 年上半年实现营收 12.65 亿元，同比减少 6.02%；归母净利润 0.53 亿元，同比减少 21.87%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比减少 44.37%。毛利率 35.43%（同比-4.33pp），净利率 4.21%（同比-0.85pp）。

2024 年第二季度实现营收 5.76 亿元，同比增加 1.19%；归母净利润 0.13 亿元同比增加 139.53%；扣非归母净利润 0.10 亿元，同比减少 51.55%。毛利率 35.56%（同比-5.58pp，环比+0.23pp），净利率 2.20%（环比-3.68pp）。

- 费用率总体稳定，经营性现金流持续改善，计提减值下半年轻装上阵。24H1，公司期间费用率为 25.58%（同比+1.45pp），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.26%/12.06%/9.30%/-0.04%，销售费用略有上升主系公司制剂销售推广增加所致，整体费用率平稳。24Q1、24Q2 经营活动现金净流量分别为 0.99 亿元、2.02 亿元，呈持续改善趋势。因部分存货成本较高，上半年公司计提资产减值 3082 万元，目前原料药价格已在底部，下半年有望轻装上阵。
- 仿制药原料药中间体：上半年营收利润承压，开拓更多新产品市场，推进重要客户战略合作。

■ 24H1 原料药中间体收入 9.92 亿元（yoy-6.94%），毛利率 30.50%（-3.98pp）。其中，沙坦类原料药销量 894 吨，较去年同比+12.74%，销售收入同比-7.69%，产品销售单价仍然处于低谷，较去年同期下降，影响毛利率；非沙坦类原料药及中间体收入 24,863 万元，较去年同期保持稳定，销量较去年同期增长，由于非沙坦类产品市场价格竞争激烈等因素影响，毛利率较去年同期下降。

■ 24H1，公司进一步拓展非沙坦类原料药的全球市场业务合作机会，在全球多个市场开始新产品注册，与数家欧洲大型仿制药客户达成战略合作，提升了更多新产品的未来合作空间，报告期内，公司开拓 8 个原研客户 13 个新项目的合作机会，累计向 210 个国内外客户发出样品 310 个，120 个客户并成功递交文件总计约达 180 个项目。

■ 研发项目充足，搭建酶催化技术平台，聚焦高效绿色合成。截至 24 年 6 月底，公司共有原料药及中间体在研项目 84 个，其中新立项项目 27 个，公司已完成新产品中试 11 个，新产品工艺验证 8 个。新技术方面，公司基本完成酶催化技术平台的建设，将全面开展酶工程制药的研发工作，聚焦原料药绿色、高效合成技术研究，兼顾客户个性化质量需求。

- 制剂：收入高速增长，上半年获批数量创历史新高。24H1 制剂业务实现销售额 9,703 万元，同比+126.82%。报告期内，公司累计参加 5 个省级联盟续采项目，涵盖了 10 个产品，18 个省份。同时，公司持续加强零售市场的拓展和专业化推广，2024 年上半年百强连锁覆盖率达 77%，进一步提升了企业的品牌知名度。24H1，公司共有 11 个制剂品种 17 个品规获批，数量创历史新高，公司累计取得制剂批件 46 个（涉及品种 30 个）。

- CDMO：24H1 公司 CDMO 业务收入 1.74 亿元（-24.67%），毛利率 51.92%（-6.74pp），主要受客户需求下降，CDMO 收入和毛利下降。公司积极推进

增持（维持）

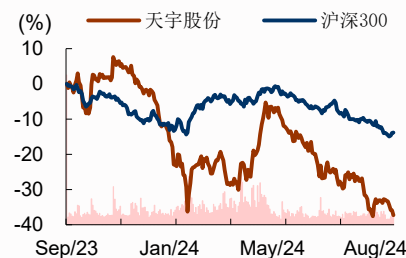
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：13.94 元

基础数据

总股本（百万股）	348
已上市流通股（百万股）	211
总市值（十亿元）	4.9
流通市值（十亿元）	2.9
每股净资产（MRQ）	10.1
ROE（TTM）	0.4
资产负债率	44.2%
主要股东	林洁
主要股东持股比例	35.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-21	-37
相对表现	-8	-10	-23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《天宇股份（300702）—API 新品放量+市场拓展，制剂、CDMO 快速发展》2024-05-30
- 2、《天宇股份（300702）—抢仿原料药+CDMO+制剂协同发展，有望否极泰来》2023-11-11

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguanguangkai@cmschina.com.cn

侯彪 研究助理

✉ houbiao@cmschina.com.cn

美国、欧洲、日本和国内客户的 CDMO 项目合作，在研项目数量显著增长。

随着公司与恒瑞医药合作的项目随着药品的持续推广，CDMO 业务有望企稳。

□ **盈利预测与投资评级：**考虑到原料药价格底部以及 CDMO 客户需求变化，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.4/2.5/3.5 亿元，同比增速为 398%/86%/39%，对应 PE 为 36/19/14 倍，维持“增持”投资评级。

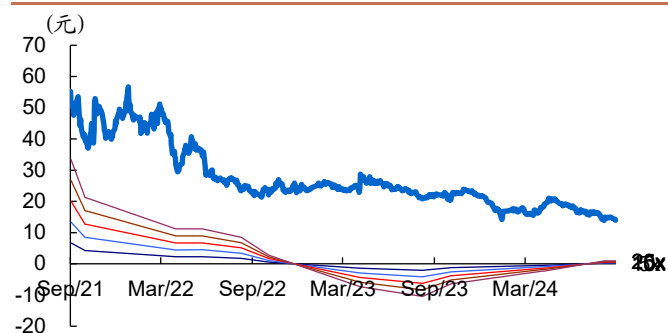
□ **风险提示：**竞争加剧、汇率波动、环保安全、FDA 警告信解除不通过等风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2667	2527	2881	3225	3716
同比增长	5%	-5%	14%	12%	15%
营业利润(百万元)	(102)	71	164	300	413
同比增长	-142%	-169%	132%	83%	38%
归母净利润(百万元)	(119)	27	136	253	351
同比增长	-158%	-123%	398%	86%	39%
每股收益(元)	-0.34	0.08	0.39	0.73	1.01
PE	-40.8	177.3	35.6	19.1	13.8
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

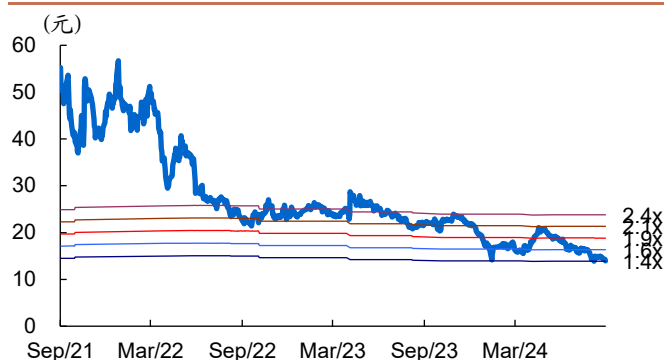
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：天宇股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：天宇股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3018	2951	3086	3322	3407
现金	477	426	212	291	404
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	367	492	561	628	724
其它应收款	6	5	6	6	7
存货	2017	1890	2148	2220	2069
其他	150	138	159	177	203
非流动资产	3398	3387	3196	3077	3012
长期股权投资	39	33	33	33	33
固定资产	2340	2457	2312	2234	2206
无形资产商誉	424	446	401	361	325
其他	595	451	450	449	448
资产总计	6416	6338	6282	6399	6419
流动负债	2670	2563	2388	2293	2038
短期借款	1066	1525	1228	1050	642
应付账款	1358	803	976	1054	1201
预收账款	41	18	22	24	27
其他	205	217	163	165	168
长期负债	251	287	287	287	287
长期借款	143	187	187	187	187
其他	108	100	100	100	100
负债合计	2921	2850	2675	2580	2325
股本	348	348	348	348	348
资本公积金	1432	1398	1398	1398	1398
留存收益	1715	1742	1861	2074	2349
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3495	3488	3607	3819	4094
负债及权益合计	6416	6338	6282	6399	6419

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(49)	(44)	356	538	861
净利润	(119)	27	136	253	351
折旧摊销	245	295	342	319	306
财务费用	(4)	41	33	43	19
投资收益	30	53	15	(1)	5
营运资金变动	(195)	(460)	(172)	(79)	177
其它	(5)	(0)	3	2	3
投资活动现金流	(521)	(355)	(165)	(199)	(245)
资本支出	(527)	(317)	(150)	(200)	(240)
其他投资	6	(39)	(15)	1	(5)
筹资活动现金流	519	363	(405)	(261)	(503)
借款变动	609	434	(355)	(177)	(408)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(60)	(35)	0	0	0
股利分配	(35)	0	(17)	(41)	(76)
其他	5	(36)	(33)	(43)	(19)
现金净增加额	(50)	(36)	(214)	78	113

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2667	2527	2881	3225	3716
营业成本	1979	1537	1868	2018	2299
营业税金及附加	18	33	38	42	49
营业费用	47	98	130	153	188
管理费用	379	330	323	332	364
研发费用	231	244	277	318	364
财务费用	(10)	36	33	43	19
资产减值损失	(93)	(147)	(35)	(20)	(15)
公允价值变动收益	(30)	(10)	15	10	10
其他收益	29	31	10	32	20
投资收益	(30)	(53)	(40)	(41)	(35)
营业利润	(102)	71	164	300	413
营业外收入	2	6	6	6	6
营业外支出	11	5	5	5	5
利润总额	(111)	72	165	301	414
所得税	8	45	29	48	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(119)	27	136	253	351

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	5%	-5%	14%	12%	15%
营业利润	-142%	-169%	132%	83%	38%
归母净利润	-158%	-123%	398%	86%	39%
获利能力					
毛利率	25.8%	39.2%	35.2%	37.4%	38.1%
净利率	-4.5%	1.1%	4.7%	7.9%	9.5%
ROE	-3.3%	0.8%	3.8%	6.8%	8.9%
ROIC	-2.7%	1.4%	3.3%	5.8%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	45.5%	45.0%	42.6%	40.3%	36.2%
净负债比率	19.7%	27.9%	22.5%	19.3%	12.9%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	1.1	0.8	0.9	0.9	1.1
应收账款周转率	6.5	5.9	5.5	5.4	5.5
应付账款周转率	1.6	1.4	2.1	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	-0.34	0.08	0.39	0.73	1.01
每股经营净现金	-0.14	-0.13	1.02	1.55	2.48
每股净资产	10.04	10.02	10.36	10.98	11.77
每股股利	0.00	0.05	0.12	0.22	0.30
估值比率					
PE	-40.8	177.3	35.6	19.1	13.8
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	60.0	18.8	13.6	11.0	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。