

天宇股份(300702)

报告日期: 2025 年 04 月 30 日

盈利能力修复, 增长新起点

——天宇股份 2024&2025Q1 业绩点评

投资要点

- 在沙坦类原料药周期承压下, 公司经过产品结构调整、新旧动能切换、规模效应逐步体现等多因素影响下, 盈利能力呈现触底回升态势。我们看好公司基于新业务、新品种、新客户的拓展兑现, 非沙坦类原料药以及制剂业务有望维持高增趋势。
- **业绩表现: 2024&25Q1 收入稳增长、利润大幅提升**
 2024 年全年实现收入 26.31 亿元 (YOY+4.10%), 归母净利润 0.56 亿元 (YOY+104.45%), 扣非后归母净利润 0.67 亿 (YOY+6.94%)。全年计提资产减值准备金额共计 0.54 亿元, 对利润增速影响较大。
 2025Q1 营收 7.59 亿元 (YOY10.13%), 归母净利润 0.86 亿元 (YOY112.71%), 扣非后归母净利润 0.82 亿元 (YOY56.79%)。
- **成长性分析: 看好非沙坦 API&制剂高增弹性**
仿制药原料药和中间体: 销量稳增、均价下降, 结构持续优化。2024 年公司仿制药原料药及中间体实现收入 19.94 亿元, 同比下降 0.53%, 拆分量价看, 销量同比增长 9.10%, 实现稳定增长, 对应均价同比有所下滑; 其中沙坦类原料药产品的销量同比增长约 13%; 根据公司公开纪要“尽管行业整体价格处于低谷期, 但公司近几年通过推进降本增效策略, 强化成本管控体系, 沙坦类毛利率依然保持合理的水平”, 公司在沙坦类原料药综合竞争优势较强, 看好其市场地位稳固。非沙坦类原料药 2024 年销售量同比增长 169%, 实现快速放量, 我们预计随着下游制剂专利临近到期, 非沙坦类产品有望继续维持较快增速, 原料药收入占比继续提升, 产品结构持续优化。
CDMO 原料药及中间体业务: 关注新订单增量。2024 年公司 CDMO 业务实现收入 3.66 亿元, 同比下降 9.83%。根据公司公开纪要, 2024 年第一三共 CDMO 项目随着产品专利的到期需求减少。展望 2025 年, 我们预计商业化项目将保持稳定, 待产业化项目有望贡献增量。
制剂业务: 快速上量, 亏损收窄。2024 年公司制剂业务实现收入 2.55 亿元, 同比增长 142.56%, 实现快速增长。截至 2024 年末, 公司累计获批 52 个, 产品管线持续丰富, 已合作医院达到 14000 多家, 覆盖 1000 多家连锁门店以及广阔市场 2 万多家终端销售, 渠道不断拓宽。根据年报, 2024 年制剂业务“毛利额约增长 7500 万元, 同时, 通过研发效率提升, 制剂业务的研发投入同比减少约 2000 万元”。2024 年制剂子公司浙江诺得亏损约 756 万元, 较 2023 年大幅收窄, 趋势显著。随着仿制药新品种获批、医疗、零售、第二终端和电商等四大销售渠道合作深化, 我们预计 2025 年制剂业务将保持较高的增速。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逐步进入兑现期带来新动能增量贡献。
- **盈利能力: 看好净利率触底回升态势**
 2024 年公司销售净利率 2.13%同比提升 1.05pct, 销售毛利率为 34.66% (同比下降 4.51pct), 拆分看, 仿制药原料药及中间体毛利率 29.29%, 同比下降 5.12pct; CDMO 原料药及中间体毛利率 49.49%, 同比下降 7.15pct; 费用端看, 2024 年销售费用率为 5.66% (同比提升 1.79pct), 我们认为主要是制剂销售推广力度加大所致; 研发费用率为 9.08% (同比下降 0.57pct), 管理费用率为 13.44% (同比提升 0.38pct); 财务费用率为 0.41% (同比下降 1.03pct)。此外 2024 年公司计提存货减值 0.54 亿元, 对利润端有所拖累。
 2025Q1 公司销售净利率 11.35%, 同比提升 5.47pct, 显著改善。销售毛利率为 37.39% (同比提升 2.06pct)。费用端看, 25Q1 公司销售费用率 4.35% (同比提升 0.8pct)、管理费用率 10.18% (同比下降 0.96pct)、研发费用率 7.04% (同比下降 0.22pct)、财务费用率 0.45% (同比提升 0.83pct)。

投资评级: 增持(维持)

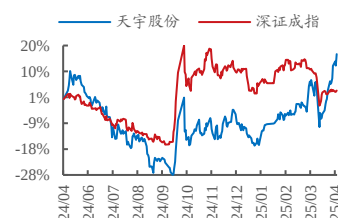
分析师: 郭双喜
 执业证书号: S1230521110002
 guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 盖文化
 执业证书号: S1230524090006
 gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.26
总市值(百万元)	7,745.97
总股本(百万股)	347.98

股票走势图



相关报告

- 1 《23 年扭亏, 看好经营拐点》2024.04.30
- 2 《单季扭亏, CDMO 和制剂弹性渐起》2023.10.30
- 3 《期待盈利能力修复的拐点——天宇股份 2022 年三季报点评》2022.10.27

展望 2025 年，中性假设竞争格局保持稳定，核心产品价格不再下滑，综合考虑公司产品结构变化等因素，我们预计公司毛利率有望提升；销售费用率随制剂推广力度加大或有所提升；根据公开投资者纪要“**预计全年研发费用规模将与 2024 年度基本持平**”，研发效率提升&收入规模提升下，研发费用率或略有下滑，但综合看净利润率有望逐渐提升，盈利能力修复。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-27 年 EPS 分别为 0.74、1.00 和 1.29 元/股，2025 年 5 月 10 日收盘价对应 2025 年 29 倍 PE。我们建议持续关注公司沙坦类 API 销量价格趋势，我们看好公司基于新业务、新品种、新客户的拓展兑现，非沙坦类原料药以及制剂业务有望延续高增趋势，维持“增持”评级。

□ 风险提示

产品价格波动风险、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等

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2631	3060	3540	4083
(+/-) (%)	4.1%	16.3%	15.7%	15.3%
归母净利润	56	257	349	447
(+/-) (%)	104.4%	359.1%	35.8%	28.3%
每股收益(元)	0.16	0.74	1.00	1.29
P/E	132.51	28.86	21.25	16.57

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3129	3571	4165	4838
现金	593	1150	1678	2334
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	457	523	608	643
其它应收款	2	2	3	3
预付账款	20	23	26	29
存货	1881	1734	1706	1675
其他	176	139	145	153
非流动资产	3449	3426	3446	3482
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	26	26	26	26
固定资产	2452	2499	2528	2548
无形资产	409	407	410	416
在建工程	291	203	152	122
其他	271	292	329	370
资产总计	6579	6997	7612	8320
流动负债	2863	2991	3258	3517
短期借款	1608	1658	1758	1858
应付款项	961	1046	1176	1313
预收账款	0	0	0	0
其他	294	287	323	346
非流动负债	217	217	216	217
长期借款	103	103	103	103
其他	115	114	113	114
负债合计	3081	3208	3474	3734
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3498	3790	4138	4586
负债和股东权益	6579	6997	7612	8320

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	345	646	601	749
净利润	56	257	349	447
折旧摊销	325	156	167	178
财务费用	11	0	(9)	(11)
投资损失	42	0	0	0
营运资金变动	180	73	88	115
其它	(269)	160	6	20
投资活动现金流	(217)	(150)	(187)	(210)
资本支出	(25)	(137)	(167)	(187)
长期投资	7	0	0	0
其他	(199)	(13)	(20)	(23)
筹资活动现金流	23	60	114	117
短期借款	83	50	100	100
长期借款	(85)	0	0	0
其他	25	10	14	16
现金净增加额	150	557	529	656

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2631	3060	3540	4083
营业成本	1719	1927	2187	2463
营业税金及附加	25	29	34	39
营业费用	149	188	253	333
管理费用	354	381	418	461
研发费用	239	256	288	298
财务费用	11	0	(9)	(11)
资产减值损失	47	12	(7)	8
公允价值变动损益	15	15	15	15
投资净收益	(42)	0	0	0
其他经营收益	24	28	26	27
营业利润	85	308	416	533
营业外收支	(6)	(6)	(6)	(6)
利润总额	79	302	410	526
所得税	23	45	62	79
净利润	56	257	349	447
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	56	257	349	447
EBITDA	509	574	698	830
EPS（最新摊薄）	0.16	0.74	1.00	1.29

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.10%	16.30%	15.70%	15.33%
营业利润	19.97%	263.29%	35.08%	27.88%
归属母公司净利润	104.45%	359.07%	35.81%	28.30%
获利能力				
毛利率	34.66%	37.02%	38.22%	39.66%
净利率	2.13%	8.39%	9.85%	10.96%
ROE	1.60%	7.05%	8.80%	10.26%
ROIC	2.46%	6.28%	7.38%	8.33%
偿债能力				
资产负债率	46.83%	45.84%	45.63%	44.88%
净负债比率	58.55%	57.04%	55.68%	54.62%
流动比率	1.09	1.19	1.28	1.38
速动比率	0.44	0.61	0.76	0.90
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.45	0.48	0.51
应收账款周转率	5.54	6.26	6.41	6.82
应付账款周转率	3.83	4.27	4.48	4.56
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.74	1.00	1.29
每股经营现金	0.99	1.86	1.73	2.15
每股净资产	10.05	10.89	11.89	13.18
估值比率				
P/E	132.51	28.86	21.25	16.57
P/B	2.12	1.96	1.79	1.62
EV/EBITDA	13.83	14.15	11.04	8.61

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“本公司”）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>