

司太立 (603520.SH) 更新深度

强烈推荐 (维持)

底部有望走出经营拐点，朝大满贯造影剂供应商迈进

经历近年碘价高企与 CAPEX 投入的压力期，司太立坚持“造影剂全产业链布局”战略，有望跨越产能瓶颈，带来盈利能力修复，走出经营拐点。

□ 为什么当前时间节点建议关注司太立？市场普遍认为原材料碘价高企制约公司利润释放，我们认为，在中短期看不到碘价大幅下降的情况下，更要看到公司内部经营管理效率提升、产能利用率爬坡、制剂快速发展带动盈利能力提升的基本面转折趋势。综合公司经营发展、行业趋势来看，我们认为公司已经处于基本面转折的前夕：

- 现任董事长胡总管理公司后，公司管理效率持续改善已取得明显成效，人均创收稳步提升，从 2015 年 55 万元到 2025 年 134 万元。
 - 碘造影剂产能进入爬坡期：公司 CAPEX 投入高峰期已过，行业确定性需求下进入产能利用率提升阶段，边际利润率有望提升。
 - 制剂：国内集采放量逻辑顺畅+出海快速成长。
- 需求持续扩容，公司为稀缺碘造影剂主流产品全系列供应商，具备上下游长期资源和客户积累，产能利用率提升确定性高。
- **需求端持续扩容：**根据行业研究机构 PBI 研究报告数据显示，2022 年，全球造影剂终端制剂规模约为 61.08 亿美元，并以 6.8% 的年复合增长率持续增长；其中 GE 预计碘造影剂需求 10 年翻倍（CAGR 7%）；
 - **供给端有效产能有限，司太立为稀缺近大满贯供应商：**与不少其他产品“过剩产能”不同，造影剂有效产能不足，且碘价高企更是屏退了竞争者。司太立已成为国内碘造影剂企业中产品规模最大、品种最齐全的厂家，朝造影剂领域产品大满贯的目标迈进。公司此前受制于产能瓶颈，经近年高强度资本开支投入，2024 年原料药已建成产能 2400 余吨，约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证，盈利能力有望随产能利用率提升而回升。
- 制剂：国内+出海成长曲线明确，有望成为重要驱动力。
- **国内制剂：集采放量逻辑顺畅。**公司具备原料药成本和规模优势，碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇集采到期后续标开拓更多市场份额，后续光脚品种碘美普尔、碘普罗胺、碘佛醇已储备，有望集采受益（三个造影剂 24 年国内市场规模合计 69 亿元）。2025 年 5 月 6 日新疆发布《二十六省联盟药品集中带量采购文件（征求意见稿）》，碘美普尔被列入采购目录。根据中康开思数据，2024 年碘美普尔院内销售额为 16.64 亿元，原研博莱科占据 99.6% 的市场份额。
 - **制剂出海：IMAX 明珠凸显国际化优势。**公司爱尔兰 IMAX 平台已有 10 多年积累的注册优势和销售网络，2024 年公司海外制剂实现商业化国家 6 个，IMAX 公司制剂业务销售收入实现 8620 万元，同比+60%。公司预计 2025 年完成上海制剂工厂 EU-GMP 检查，加速制剂全球拓展。
- 盈利预测与投资建议：考虑到公司业务趋势、原材料成本情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 0.7/2.3/3.5 亿元，对应 PE 为 58/18/11 倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：原材料价格、政策、研发、生产、放量低于预期风险等。

消费品/生物医药

目标估值：NA

当前股价：9.18 元

基础数据

总股本（百万股）	438
已上市流通股（百万股）	438
总市值（十亿元）	4.0
流通市值（十亿元）	4.0
每股净资产（MRQ）	6.0
ROE（TTM）	-1.8
资产负债率	57.5%
主要股东	胡健
主要股东持股比例	10.56%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-1	-25
相对表现	9	2	-30



相关报告

- 1、《司太立（603520）—原料药制剂一体化快速兑现，碘价有望逐步回落贡献利润弹性》2024-06-04
- 2、《司太立（603520）—造影剂行业具备长期发展空间，定增审核通过，未来有望进一步扩大产能》2023-10-31
- 3、《司太立（603520）—碘价仍处高位影响利润，制剂、CDMO 业务高速增长》2023-09-19

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 研究助理

houbiao@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2196	2350	2695	3066	3516
同比增长	3%	7%	15%	14%	15%
营业利润(百万元)	49	(54)	89	277	424
同比增长	-188%	-209%	-267%	210%	53%
归母净利润(百万元)	44	(49)	70	231	352
同比增长	-158%	-211%	-242%	231%	53%
每股收益(元)	0.10	-0.11	0.16	0.53	0.80
PE	91.0	-82.0	57.8	17.5	11.4
PB	2.3	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、为什么当前时间节点建议关注司太立？	5
二、造影剂供需：全球造影剂需求持续增长，行业供需紧平衡下，原料药产能扩充进一步强化龙头优势	7
三、制剂：国内+出海成长曲线明确，有望成为重要增长力	10
四、盈利预测与投资建议	14
五、风险提示	15

图表目录

图 1: 2015-2025Q1 公司营收及增速	5
图 2: 2015-2025Q1 公司归母净利润及增速	5
图 3: 2015-2025Q1 公司利润率变化趋势	6
图 4: 2007-2025 年碘价格变化趋势	6
图 5: SQM 碘销量和价格趋势	7
图 6: 2015-2024 公司员工总人数变化趋势	7
图 7: 2015-2024 公司人均创收变化趋势	7
图 8: 全球造影剂市场规模	8
图 9: GE 预测 10 年内碘造影剂需求翻倍	8
图 10: 公司募投项目产能覆盖造影剂主流市场	9
图 11: 子公司江西司太立营收变化趋势	10
图 12: 子公司江西司太立净利润情况	10
图 13: 子公司上海司太立营收变化趋势 (百万元)	11
图 14: 子公司上海司太立净利润情况 (百万元)	11
图 15: 2017-2024 年碘海醇国内市场规模	12
图 16: 2017-2024 年碘海醇国内市场竞争格局	12
图 17: 2017-2024 年碘克沙醇国内市场规模	12
图 18: 2017-2024 年碘克沙醇国内市场竞争格局	12
图 19: 2017-2024 年碘帕醇国内市场规模	12
图 20: 2017-2024 年碘帕醇国内市场竞争格局	12
图 21: 2017-2024 年碘美普尔国内市场规模	13
图 22: 2017-2024 年碘美普尔国内市场竞争格局	13

图 23: 2017-2024 年碘普罗胺国内市场规模.....	13
图 24: 2017-2024 年碘普罗胺国内市场竞争格局	13
图 25: 2017-2024 年碘佛醇国内市场规模.....	14
图 26: 2017-2024 年碘佛醇国内市场竞争格局	14
图 27: 公司上海工厂和欧洲 IMAX 产能和注册情况	14
图 28: 司太立历史 PE Band	15
图 29: 司太立历史 PB Band	15
表 1: 公司定增资金用于的产能扩建项目	9
表 2: 司太立碘原料药产能和产值情况.....	9
表 3: 公司产品集采情况	11
表 4: 公司已获批产品及在审评中的产品	11
附: 财务预测表.....	16

一、为什么当前时间节点建议关注司太立？

市场普遍认为原材料碘价高企制约公司利润释放，我们认为，在中短期看不到碘价大幅下降的情况下，更要看到公司内部经营管理效率提升、产能利用率爬坡、制剂快速发展带动盈利能力提升的基本面转折趋势。

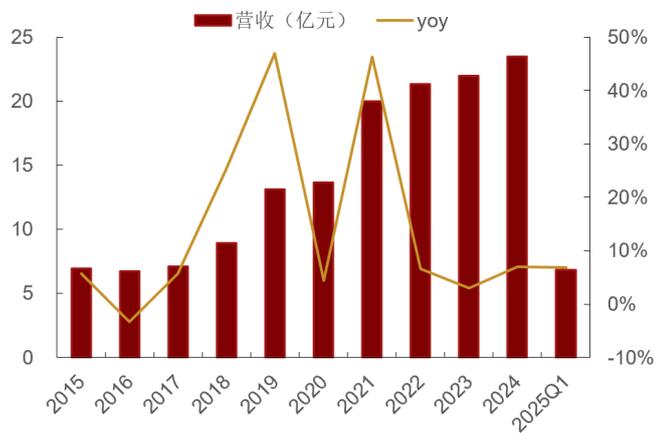
从全球碘行业供需来看，需求端每年保持 5-6% 的增速稳健增加，而碘作为一种资源品，供给端极大受原材料的制约，中短期供给端不具备大幅扩充的实现条件，全球产能处于较为有限状态，整体供需处于紧平衡状态。

综合公司经营发展、行业趋势来看，我们认为公司已经处于基本面转折的前夕：

- 1) 现任董事长胡总管理公司后，公司管理效率持续改善已取得明显成效，人均创收稳步提升，从 2015 年 55 万元到 2025 年 134 万元。
- 2) 碘造影剂产能进入爬坡期：公司 CAPEX 投入高峰期已过，行业确定性需求下进入产能利用率提升阶段，边际利润率有望提升。
- 3) 制剂国内集采放量逻辑顺畅+出海快速成长。

复盘公司近年业绩变化原因：2021 年来公司产品进入集采，实现光脚品种快速放量，营收利润明显增长；2022 年以来，受到原材料碘价格大幅上涨等因素，公司利润受到持续压制。

图 1：2015-2025Q1 公司营收及增速



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：2015-2025Q1 公司归母净利润及增速



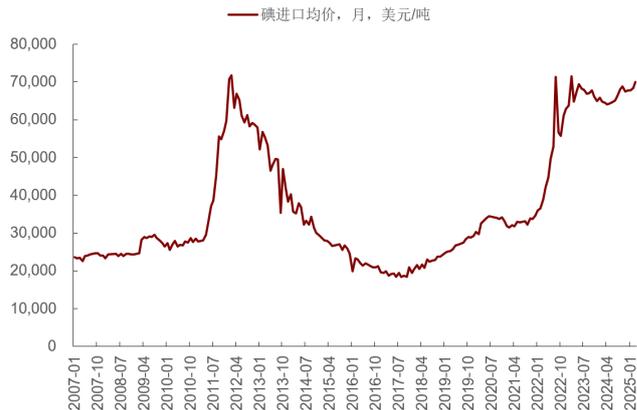
资料来源：公司数据、招商证券

图 3：2015-2025Q1 公司利润率变化趋势



资料来源：公司数据、招商证券

图 4：2007-2025 年碘价格变化趋势



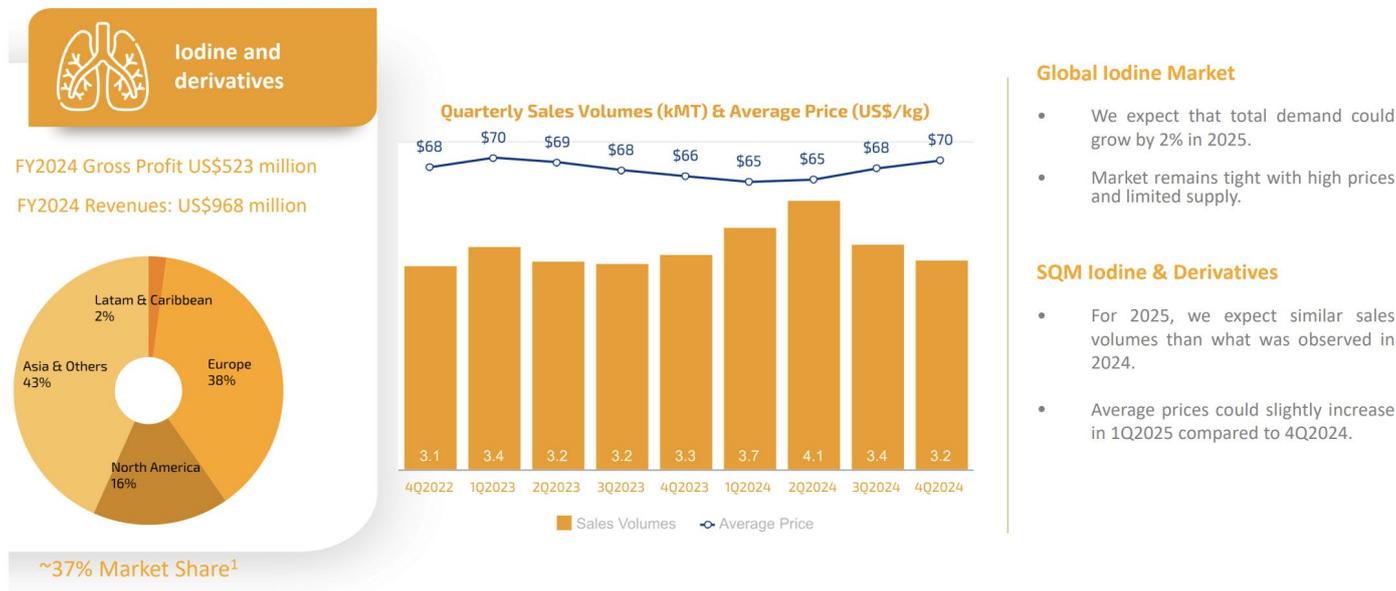
资料来源：海关数据、招商证券

从原材料碘供需格局来看，预计中短期仍将维持紧平衡状态。

- **需求端：**根据 SQM 数据，全球碘年需求量约为 3.8-3.9 万吨，受造影剂行业需求推动，预计未来 10 年仍将保持持续增长，每年增长率约为 5-6%。
- **供给端：**碘作为一种自然资源品，全球主要产地为智利、日本、美国等国家，其中又以智利为主产国。五家智利碘矿公司在 2024 年全球碘销售总量中占据了约 60% 的份额，其中 SQM 为龙头，SQM 销量占全球销量的 37%，其余 23% 由另外四家生产商贡献。尽管包括 SQM 在内的碘产商在陆续扩产中，但由于多种原因导致进度缓慢。SQM 预计 2025 年下半年和 2026 年可能会有一些新增供应，但这些供应量无法满足需求的增长。由于供需不平衡，预计未来几年需求和价格仍将保持强势。

图 5: SQM 碘销量和价格趋势

Iodine and Derivatives: Capturing Demand Growth in High Price Environment



资料来源: SQM、招商证券

从公司经营发展变化来看,公司员工人数在没有大幅增长的情况下,人均创收快速增加。2015-2024 年,公司员工总人数从 1265 人增长至 1754 人, CAGR 为 3.7%; 人均创收从 55 万元增长至 134 万元, CAGR 为 10.4%。

图 6: 2015-2024 公司员工总人数变化趋势

图 7: 2015-2024 公司人均创收变化趋势



资料来源: 公司数据、招商证券

资料来源: 公司数据、招商证券

二、造影剂供需: 全球造影剂需求持续增长, 行业供需紧平衡下, 原料药产能扩充进一步强化龙头优势

从需求端来看, 持续扩容。根据行业研究机构 PBI 研究报告数据显示, 2022 年, 全球造影剂终端制剂规模约为 61.08 亿美元, 并以 6.8% 的年复合增长率持续增长。根据 IMS 数据, 2021 年全球造影剂市场规模为 66.72 亿美元, 由于新兴国

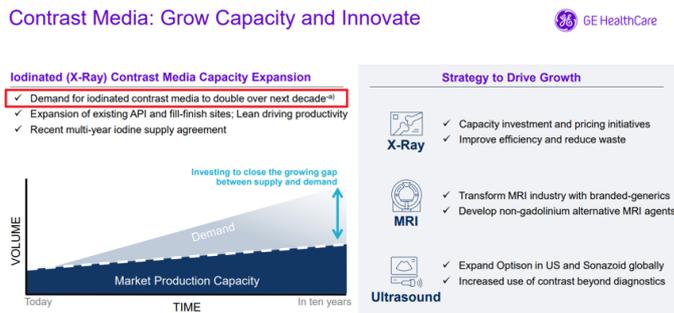
家市场需求增长的带动，全球造影剂市场规模从 2016 年的 49.99 亿美元增长至 2021 年的 66.72 亿美元，年复合增速达到 5.94% (不同口径统计测算规模不同，但结论一致)。未来，随着社会老龄化程度的提高、CT 等设备器械的普及，预计市场仍将保持持续增长，市场规模进一步扩大，GE 预计碘造影剂需求 10 年翻倍 (CAGR 7%)。

图 8: 全球造影剂市场规模



资料来源: 公司数据、招商证券

图 9: GE 预测 10 年内碘造影剂需求翻倍

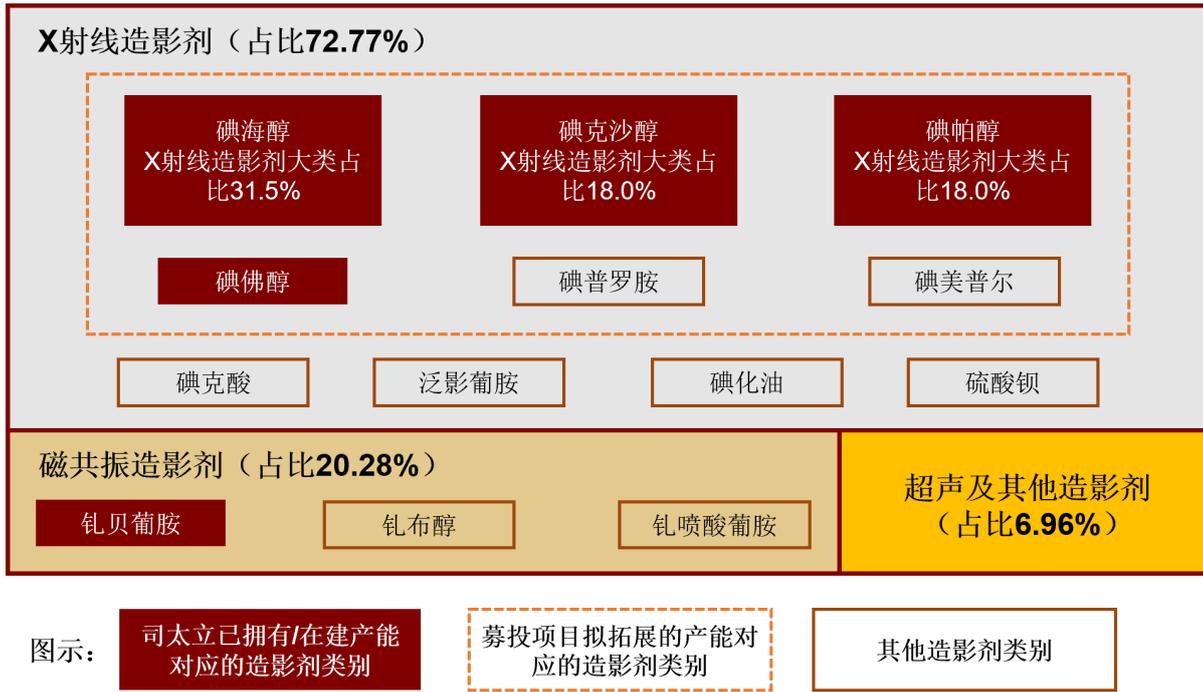


资料来源: GE、招商证券

从全球市场的竞争格局来看，造影剂制剂竞争格局仍以原研厂家为主导，各原研厂家在全球范围内的市占率和销售渠道广度均占绝对优势，造影剂原研厂家的原料药出口替代市场广阔。根据 IMS 数据推算，2021 年度，全球主要碘造影剂 (包括碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇、碘佛醇、碘美普尔及碘普罗胺) 原料药用量超过 10,000 吨，最近 5 年的复合增长率为 6.05%。

全球主要产品类别如下图所示：碘海醇、碘帕醇及碘克沙醇是最主流的造影剂产品，合计占有超过 45% 的造影剂市场占比。公司主要业务涵盖碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇等大品种原料药生产，占据行业内领先地位。同时，公司募投项目拓展碘美普尔、碘普罗胺等同样具有较大市场需求和潜力的新产品，且对应制剂进度领先，公司朝造影剂领域产品大满贯的目标迈进，进一步巩固龙头优势地位。

图 10: 公司募投项目产能覆盖造影剂主流市场



资料来源: 公司公告、招商证券

2024年6月公司定增募集资金9.35亿元,用于年产《1550吨非离子型CT造影剂系列原料药项目》、《年产7,710吨碘化合物及CMO/CDMO产品项目》,两个项目达到预定可使用状态时间均为2025年12月。

表 1: 公司定增资金用于的产能扩建项目

序号	项目	项目投资总额 (亿元)	募集资金投资金额 (亿元)	达到预定可使用状态时间
1	年产 1,550 吨非离子型 CT 造影剂系列原料药项目	18.04	6.78	2025 年 12 月
2	年产 7,710 吨碘化合物及 CMO/CDMO 产品项目	5.63	/	2025 年 12 月
3	补充流动资金	2.80	2.5	
合计		26.47	9.28	

资料来源: 公司公告、招商证券

公司 2022 年 API 产能为 1795 吨, 2024 年公司原料药已建成产能 2400 余吨, 其中约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证, 未来随着多个碘造影剂 API 的产能陆续扩充投产, 我们预计公司发货量将有较大提升。

表 2: 司太立碘原料药产能和产值情况

产品	2021 年全球规模 (t)	2021 年全球市场规模 (百万元)	2022 公司销售及领用量 (t)	公司 2022 产能 t	公司新增产能 t	公司 2026 年产能 t	预期单价 (万元 / t)	产值预计 (百万元)
碘海醇	4000	2734.8	841.75	1045	555	1600	68.37	1093.92

产品	2021 年全球规模 (t)	2021 年全球市场规模(百万元)	2022 公司销售及领用量 (t)	公司 2022 产能 t	公司新增产能 t	公司 2026 年产能 t	预期单价(万元/t)	产值预计 (百万元)
碘帕醇	2200 (欧、美均在 600t 以上)	2295.7	150	450	200	650	104.35	678.275
碘克沙醇				300	300	600	146.29	877.74
碘佛醇				-	400	400	113.69	454.76
碘美普尔	500-700	526.7-844.05		-	100	100	122.54	122.54
碘普罗胺	500-700	526.7-844.05		-	105	105	122.54	128.667

2021 年全球用量	2021 年全球造影剂制剂市场规模	公司 2022 产能合计 t	公司新增产能合计 t	公司 2026 合计产能 t	满产产值 (百万元)
>10000t	66.72 亿美元	1795	1660	3455	3355.902

资料来源：公司公告、招商证券

江西司太立为公司主营中间体的子公司，2018 年以来，江西司太立收入端保持增长趋势，而净利润在碘价上涨后快速下滑，随着公司碘高价库存消化完毕、API 产能投产、发货量提升，我们判断净利润有望实现恢复增长。

图 11：子公司江西司太立营收变化趋势

图 12：子公司江西司太立净利润情况



资料来源：公司数据、招商证券

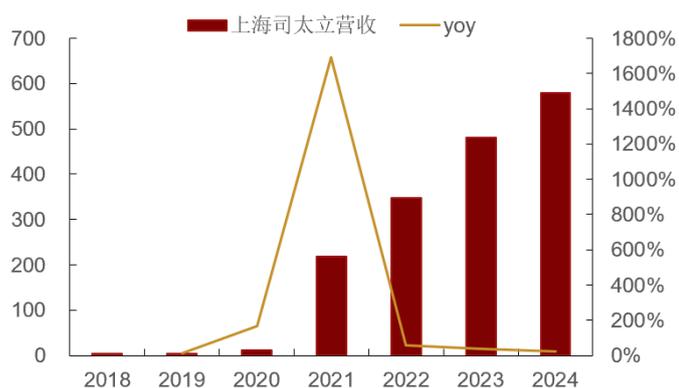


资料来源：公司数据、招商证券

三、制剂：国内+出海成长曲线明确，有望成为重要增长力

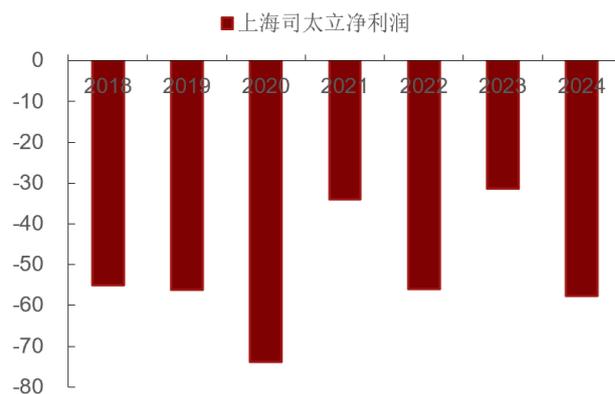
上海司太立为公司主营制剂的子公司，2021 年以来，随着碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇三款造影剂进入集采，公司原料药制剂一体化逻辑顺畅，制剂业务收入快速增长。

图 13: 子公司上海司太立营收变化趋势 (百万元)



资料来源: 公司数据、招商证券

图 14: 子公司上海司太立净利润情况 (百万元)



资料来源: 公司数据、招商证券

表 3: 公司产品集采情况

集采产品	产品中招标批次及时间	拟采购量	执行集采期间	集采前销售单价	集采后销售单价
碘海醇注射剂 (30g/100ml)	第五批, 2021 年 6 月	42.38 万瓶	2021 年 9 月陆续开始, 周期两年	173-310 元/瓶	78-107 元/瓶
碘海醇注射剂 (35g/100ml)	第五批, 2021 年 6 月	73.02 万瓶	2021 年 9 月陆续开始, 周期两年	197-310 元/瓶	85-105 元/瓶
碘克沙醇注射剂 (32g/100ml)	第五批, 2021 年 6 月	45.72 万瓶	2021 年 9 月陆续开始, 周期三年	544-622 元/瓶	175-194 元/瓶
碘帕醇注射剂 (32g/100ml)	第七批, 2022 年 7 月	10.8 万瓶	2022 年 11 月陆续开始, 周期三年	293-297 元/瓶	91-142 元/瓶

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 公司已获批产品及在审评中的产品

受理号	药品名称	CDE 承办日期	状态开始日期	状态
CYHS2200367	钆贝葡胺注射液	2022-03-02	2024-05-27	获批上市
CYHS1900398	碘美普尔注射液	2019-06-17	2023-02-20	获批上市
CYHS1800512	碘佛醇注射液	2018-12-29	2023-10-27	获批上市
CYHS1700386	碘帕醇注射液	2018-07-19	2020-05-12	获批上市
CYHS1700419	碘克沙醇注射液	2018-07-11	2020-08-17	获批上市
CYHS1700175	碘海醇注射液	2018-02-06	2020-06-17	获批上市
CYHS2501549	钆塞酸二钠注射液	2025-04-24	2025-04-24	获批上市
CYHS2501432	钆特醇注射液	2025-04-15	2025-04-18	在审评审批中
CYHS2401621	盐酸伊立替康脂质体注射液	2024-05-30	2025-03-14	在审评审批中
CYHS2401095	碘普罗胺注射液	2024-04-12	2025-05-13	在审评审批中
CYHS2400871	钆喷酸葡胺注射液	2024-03-20	2024-12-27	在审评审批中

资料来源: CDE、招商证券

公司碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇通过集采实现了快速放量, 市场份额从 0 实现扩大。

图 15: 2017-2024 年碘海醇国内市场规模



资料来源: 中康开思、招商证券

图 16: 2017-2024 年碘海醇国内市场竞争格局



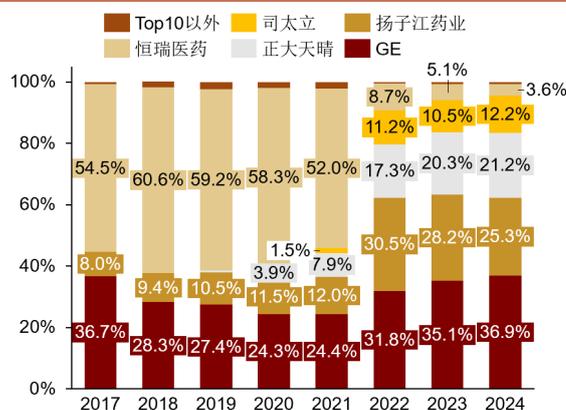
资料来源: 中康开思、招商证券

图 17: 2017-2024 年碘克沙醇国内市场规模



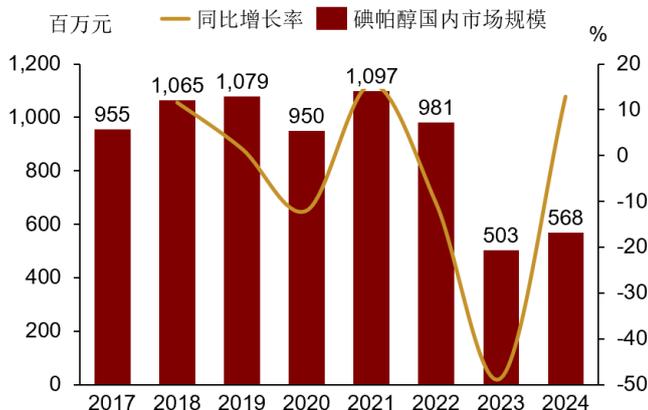
资料来源: 中康开思、招商证券

图 18: 2017-2024 年碘克沙醇国内市场竞争格局



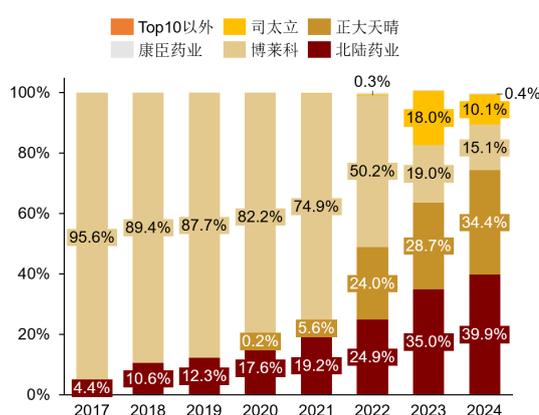
资料来源: 中康开思、招商证券

图 19: 2017-2024 年碘帕醇国内市场规模



资料来源: 中康开思、招商证券

图 20: 2017-2024 年碘帕醇国内市场竞争格局

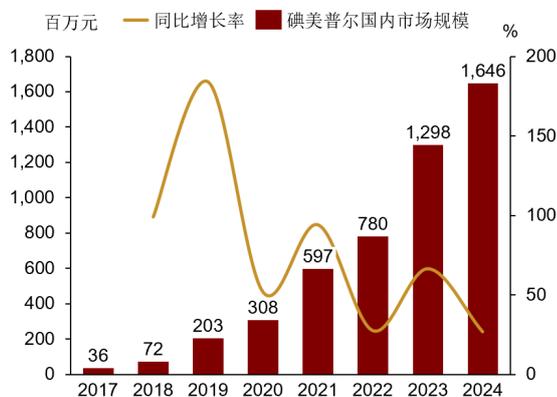


资料来源: 中康开思、招商证券

尚未集采的碘造影剂公司储备齐全, 未来集采有望获益, 包括碘美普尔、碘普罗胺、碘佛醇。2025 年 5 月 6 日, 新疆维吾尔自治区发布《二十六省联盟药品集中带量采购文件 (征求意见稿)》, 于 5 月 6 日至 5 月 12 日公开征求意见, 本次

采购由新疆牵头 26 省（市、区）开展，仅江浙沪冀粤鲁 6 个沿海地区未参加。采购目录涉及 35 个品种（按通用名+剂型统计），区分基准规格共计 42 个招标单元，以妇科药为主、造影剂为辅，其中碘美普尔在采购目录内。根据中康开思数据，2024 年碘美普尔国内销售额为 16.64 亿元，原研博莱科占据 99.6% 的市场份额。

图 21: 2017-2024 年碘美普尔国内市场规模



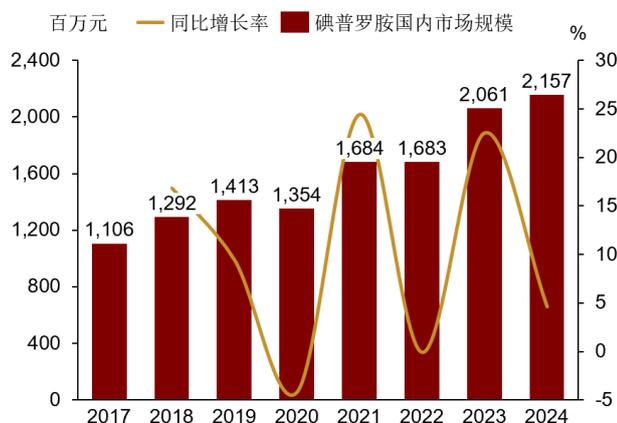
资料来源：中康开思、招商证券

图 22: 2017-2024 年碘美普尔国内市场竞争格局



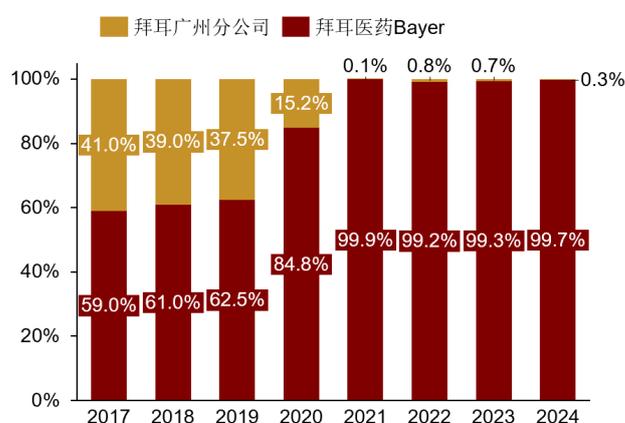
资料来源：中康开思、招商证券

图 23: 2017-2024 年碘普罗胺国内市场规模



资料来源：中康开思、招商证券

图 24: 2017-2024 年碘普罗胺国内市场竞争格局



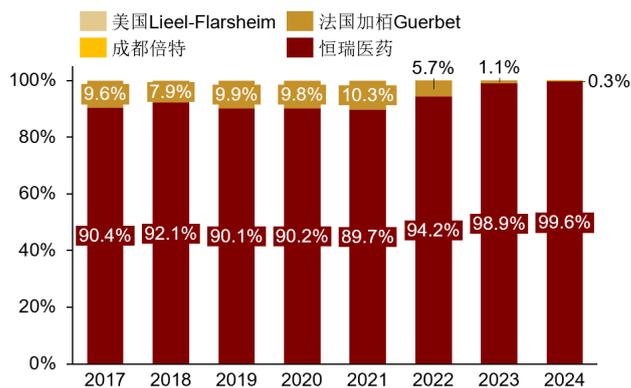
资料来源：中康开思、招商证券

图 25: 2017-2024 年碘佛醇国内市场规模



资料来源: 中康开思、招商证券

图 26: 2017-2024 年碘佛醇国内市场竞争格局



资料来源: 中康开思、招商证券

赋能制剂出海, IMAX 明珠凸显国际化优势。公司爱尔兰 IMAX 平台已有 10 多年积累的注册优势和销售网络, 2024 年 IMAX 公司制剂业务销售收入实现 8620 万元, 同比+60%。

2024 年上海司太立加速推进制剂产品海外注册工作, 制剂出口实现零的突破, 全年实现商业化国家 6 个, 另有多个国家处于官方审评和客户审评中, 公司预计 2025 年完成 EU-GMP 认证, 加速海外制剂拓展。

图 27: 公司上海工厂和欧洲 IMAX 产能和注册情况

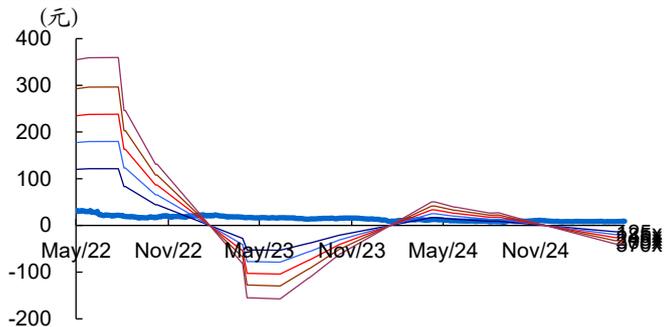


资料来源: 公司数据、招商证券

四、盈利预测与投资建议

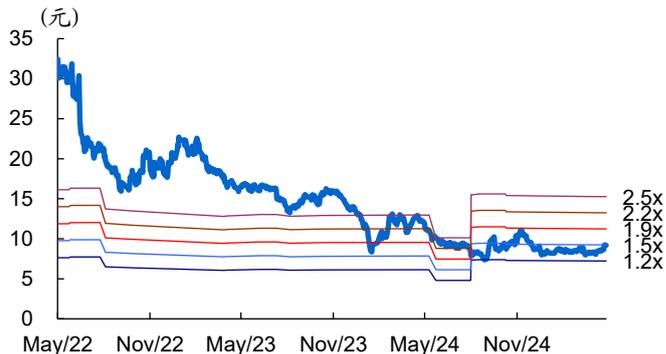
公司近两年原料药产能进了较多的规范市场认证注册, 2025 年公司各原料药工厂还将继续推进已建成原料药车间的国内 GMP 符合性认证、欧盟 EU-GMP 及其他国家的体系认证工作, 推动实现商业化生产落地。公司工厂认证、产能爬坡陆续开展中, 同时考虑到原材料碘价中短期可能保持强势, 因此我们调整公司盈利预测, 预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 0.7/2.3/3.5 亿元, 对应 PE 为 58/18/11 倍, 维持“强烈推荐”评级。

图 28: 司太立历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 29: 司太立历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

1、原材料价格风险

公司产品的原材料为碘，因碘属于大宗交易物品且主要依赖进口，公司与海外主要碘供应商建立了长期稳定的合作关系，但近几年，受行业供需不平衡影响，碘进口价格大幅上升，目前虽然较高峰时已经有一定程度下降，但仍维持在较高水平，未来不排除因供应商产能受限、国际原油波动导致运费上涨、战争等不可抗力的影响导致原材料价格进一步上升，影响公司生产成本的风险。

2、政策风险

医药行业是高度监管的行业，其发展深受政府政策的影响。医保目录的调整决定了哪些药品可以获得医保报销，这对药品的市场准入至关重要。带量采购政策通过大规模集中采购降低药品价格，并通过合同约定确保采购数量，这对于中标企业来说意味着销售量的保证，但同时也意味着较低的利润率。医疗体系改革涉及医疗服务模式、医疗机构管理等多个方面，影响着医院的用药选择和服务方式。

3、研发风险

药品研发具有高投入、高风险、周期长的特点，研发过程中存在诸多不确定性，还会受到审批政策、市场环境、行业竞争等因素的影响，可能造成研发产成品错过其产品上升期的结果，进而导致药品价格的下降和毛利率下滑。

4、生产风险

碘造影剂的生产涉及多种化学反应，存在因员工或供应商人员生产操作不当或设备故障等因素造成安全事故的可能，从而可能影响公司生产的正常进行。

5、放量低于预期风险

产品的放量、产能的爬坡与认证注册情况、客户需求变化、市场竞争环境密切相关，存在放量低于预期的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2265	2231	2069	2236	2506
现金	565	603	263	259	311
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	342	305	350	398	457
其它应收款	5	4	5	6	6
存货	1148	1105	1208	1297	1417
其他	204	213	243	276	315
非流动资产	3252	3815	3724	3543	3331
长期股权投资	100	105	105	105	105
固定资产	1890	1994	1977	1861	1709
无形资产商誉	720	709	638	575	517
其他	541	1007	1005	1003	1001
资产总计	5516	6046	5793	5779	5838
流动负债	2931	2677	2421	2197	1973
短期借款	1855	1441	1721	1453	1171
应付账款	508	533	582	626	683
预收账款	11	4	5	5	6
其他	557	699	113	113	113
长期负债	826	734	734	734	734
长期借款	734	537	537	537	537
其他	92	197	197	197	197
负债合计	3758	3411	3155	2931	2707
股本	343	438	438	438	438
资本公积金	811	1643	1643	1643	1643
留存收益	599	547	551	760	1043
少数股东权益	6	6	6	6	6
归属于母公司所有者权益	1753	2628	2632	2842	3125
负债及权益合计	5516	6046	5793	5779	5838

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	45	194	325	451	516
净利润	45	(49)	70	231	352
折旧摊销	184	228	291	281	262
财务费用	98	107	115	109	96
投资收益	10	7	(22)	(43)	(33)
营运资金变动	(292)	(83)	(129)	(128)	(161)
其它	(1)	(15)	0	0	0
投资活动现金流	(254)	(491)	(178)	(57)	(17)
资本支出	(266)	(481)	(200)	(100)	(50)
其他投资	12	(10)	22	43	33
筹资活动现金流	83	299	(488)	(398)	(447)
借款变动	231	(607)	(306)	(267)	(283)
普通股增加	(0)	96	0	0	0
资本公积增加	22	832	0	0	0
股利分配	(69)	(22)	(66)	(21)	(69)
其他	(101)	0	(115)	(109)	(96)
现金净增加额	(126)	2	(341)	(4)	52

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2196	2350	2695	3066	3516
营业成本	1663	1893	2070	2223	2429
营业税金及附加	18	19	22	25	29
营业费用	99	127	148	172	200
管理费用	128	117	121	132	151
研发费用	135	141	151	166	200
财务费用	96	105	115	109	96
资产减值损失	(17)	(35)	0	(5)	(20)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	44	26	33	34
投资收益	(14)	(10)	(4)	9	(2)
营业利润	49	(54)	89	277	424
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	4	5	7	5	6
利润总额	45	(57)	84	273	420
所得税	1	(8)	14	42	67
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	44	(49)	70	231	352

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	7%	15%	14%	15%
营业利润	-188%	-209%	-267%	210%	53%
归母净利润	-158%	-211%	-242%	231%	53%
获利能力					
毛利率	24.3%	19.4%	23.2%	27.5%	30.9%
净利率	2.0%	-2.1%	2.6%	7.5%	10.0%
ROE	2.5%	-2.2%	2.6%	8.4%	11.8%
ROIC	3.1%	0.8%	3.4%	6.7%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	68.1%	56.4%	54.5%	50.7%	46.4%
净负债比率	55.4%	42.4%	39.0%	34.4%	29.3%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6
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	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	5.0	7.3	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	3.2	3.6	3.7	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.10	-0.11	0.16	0.53	0.80
每股经营净现金	0.10	0.44	0.74	1.03	1.18
每股净资产	4.00	5.99	6.00	6.48	7.13
每股股利	0.00	0.15	0.05	0.16	0.24
估值比率					
PE	91.0	-82.0	57.8	17.5	11.4
PB	2.3	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	22.5	26.9	14.0	10.4	8.9

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。