

天宇股份 (300702.SZ)

增持 (维持)

业绩拐点确立, 非沙坦+新材料多元化业务矩阵升级

2025年, 公司实现营业收入30.61亿元, 同比增长16%; 实现归母净利润1.4亿元, 同比增长150%; 扣非归母净利润1.34亿元, 同比增长99.35%。全年业绩实现显著修复, 主要得益于非沙坦类原料药和制剂业务的高速增长及毛利率改善。

单季度看, 2026年Q1收入稳健增长, 但利润端受多重因素影响下滑。2026年Q1, 公司实现营业收入8.12亿元, 同比增长6.89%; 但归母净利润为4219万元, 同比下滑51.04%; 扣非归母净利润为4160万元, 同比下滑49.48%。Q1利润下滑主要由于: 1) 核心业务结构变化, CDMO业务因客户需求减少及价格下降, 导致收入减少近5,000万元, 对毛利影响约4200万元; 2) 汇率波动: Q1财务费用中的汇兑损失达1200-1600万元, 同时汇率变动对收入确认也产生约1100万元的负面影响, 合计对利润影响超过2000万元。

- **非沙坦原料药: 重要增长引擎。** 非沙坦业务收入大幅增长54.6%, 销量增长57.5%, 毛利率提升至27%。增长主要得益于公司持续开拓高端规范市场客户, 多个核心品种进入商业化放量阶段。同时, 公司通过工艺优化和规模效应有效降低了生产成本, 推动了毛利率的稳步提升。
- **制剂业务: 高速增长, 盈亏平衡拐点在即。** 2025年, 制剂业务收入达4.18亿元, 同比高速增长64%; 2026年Q1延续高增态势, 收入同比增长41%。未来的核心看点在于集采续采的放量。公司在1-8批国家集采续采中, 合计中标20个品种, 涉及数量约6亿片, 相关合同已于2026年4月起陆续执行。这将为Q2及下半年的收入增长提供强劲动力, 是实现全年高增长和盈利目标的关键。
- **新业务布局: 收购星可高纯, 打造全新增长极。** 公司于2026年3月公告收购星可高纯87.81%股权, 切入高纯溶剂及废液资源化利用领域, 精准卡位多肽、小核酸等下游快速增长的需求。
- **维持“增持”投资评级。** 根据公司2025年年报和最新业务趋势, 我们调整公司盈利预测, 预计公司26-28年营业收入35.6、42.0、49.1亿元, 归母净利润3.0、3.8、4.5亿元, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 新客户、新业务拓展不及预期, 集采价格降幅超预期、安全环保等风险。**

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2631	3061	3560	4200	4910
同比增长	4%	16%	16%	18%	17%
营业利润(百万元)	85	174	341	434	523
同比增长	20%	105%	96%	27%	20%
归母净利润(百万元)	56	140	300	380	450
同比增长	104%	150%	115%	27%	19%
每股收益(元)	0.16	0.40	0.86	1.09	1.29
PE	131.2	52.5	24.5	19.3	16.3
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

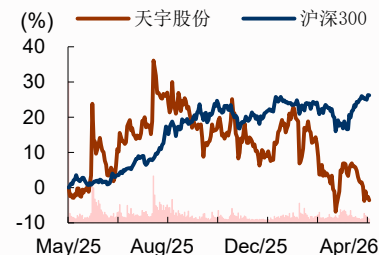
消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 21.09元

基础数据

总股本(百万股)	348
已上市流通股(百万股)	210
总市值(十亿元)	7.3
流通市值(十亿元)	4.4
每股净资产(MRQ)	10.6
ROE(TTM)	2.6
资产负债率	42.8%
主要股东	林浩
主要股东持股比例	35.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-19	-1
相对表现	-16	-23	-29



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《天宇股份(300702)—Q3实现恢复性增长, 看好25年弹性》2024-11-12
- 《天宇股份(300702)—底部蓄势, 原料药新品、制剂逐步打开新增长曲线》2024-09-23
- 《天宇股份(300702)—API新品放量+市场拓展, 制剂、CDMO快速发展》2024-05-30

梁广楷 S1090524010001

✉ lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

侯彪 S1090525070010

✉ houbiao@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	3129	3012	3217	3772	4320
现金	593	512	314	376	440
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	457	557	648	764	893
其它应收款	2	2	3	3	4
存货	1881	1714	1990	2317	2622
其他	197	226	263	310	361
非流动资产	3449	3577	3614	3593	3602
长期股权投资	26	18	18	18	18
固定资产	2452	2661	2748	2772	2821
无形资产商誉	465	492	443	398	358
其他	506	406	405	405	404
资产总计	6579	6589	6832	7364	7922
流动负债	2863	2626	2586	2829	3050
短期借款	1608	1435	1359	1431	1494
应付账款	961	867	1007	1173	1327
预收账款	24	24	28	32	36
其他	271	300	192	192	193
长期负债	217	324	324	324	324
长期借款	103	200	200	200	200
其他	115	124	124	124	124
负债合计	3081	2950	2909	3152	3374
股本	348	348	348	348	348
资本公积金	1376	1395	1395	1395	1395
留存收益	1774	1897	2179	2469	2805
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3498	3640	3922	4212	4548
负债及权益合计	6579	6589	6832	7364	7922

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	345	474	468	504	569
净利润	56	140	300	380	450
折旧摊销	325	351	399	405	404
财务费用	49	41	68	65	68
投资收益	42	0	(39)	(26)	(27)
营运资金变动	(129)	(65)	(260)	(321)	(327)
其它	2	6	0	0	0
投资活动现金流	(217)	(370)	(397)	(358)	(387)
资本支出	(169)	(358)	(436)	(384)	(413)
其他投资	(48)	(13)	39	26	27
筹资活动现金流	23	(122)	(270)	(83)	(119)
借款变动	66	(92)	(184)	72	63
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(22)	20	0	0	0
股利分配	(17)	(17)	(17)	(90)	(114)
其他	(3)	(32)	(68)	(65)	(68)
现金净增加额	150	(19)	(199)	63	64

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2631	3061	3560	4200	4910
营业成本	1719	1926	2236	2604	2946
营业税金及附加	25	35	41	48	56
营业费用	149	188	189	218	280
管理费用	354	396	425	496	599
研发费用	239	240	288	333	452
财务费用	11	37	68	65	68
资产减值损失	(46)	(94)	(11)	(27)	(14)
公允价值变动收益	15	1	12	1	7
其他收益	23	28	30	29	27
投资收益	(42)	(0)	(3)	(5)	(7)
营业利润	85	174	341	434	523
营业外收入	1	6	5	7	3
营业外支出	8	21	6	9	14
利润总额	79	159	341	432	512
所得税	23	19	41	52	62
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	56	140	300	380	450

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	4%	16%	16%	18%	17%
营业利润	20%	105%	96%	27%	20%
归母净利润	104%	150%	115%	27%	19%
获利能力					
毛利率	34.7%	37.1%	37.2%	38.0%	40.0%
净利率	2.1%	4.6%	8.4%	9.0%	9.2%
ROE	1.6%	3.9%	7.9%	9.3%	10.3%
ROIC	1.5%	3.5%	6.6%	7.8%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	46.8%	44.8%	42.6%	42.8%	42.6%
净负债比率	27.4%	26.5%	22.8%	22.1%	21.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	5.5	6.0	5.9	6.0	5.9
应付账款周转率	1.9	2.1	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.16	0.40	0.86	1.09	1.29
每股经营净现金	0.99	1.36	1.35	1.45	1.64
每股净资产	10.05	10.46	11.27	12.10	13.07
每股股利	0.05	0.05	0.26	0.33	0.39
估值比率					
PE	131.2	52.5	24.5	19.3	16.3
PB	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	25.0	18.8	12.4	11.1	10.1

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。