



买入（首次）

所属行业：医药生物
当前价格(元)：46.42

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

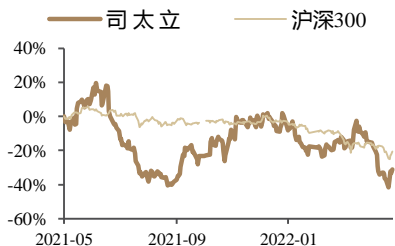
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

研究助理

张俊

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-19.07	-18.46	-16.12
相对涨幅(%)	-12.99	-6.70	-4.13

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

司太立（603520）碘造影剂“中间体-原料药-制剂”一体化布局的龙头企业

投资要点

- 投资逻辑：1) 国内碘造影剂原料药龙头企业，共铸“中间体—原料药—制剂”的产业链布局：2018年收购海神制药如虎添翼，IMAX爱尔兰助力加速国际化进程，上海司太立制剂业务取得突破；2) 公司原料药产品质量一流、产能持续扩建：公司原料药产品质量优异，获得多个国家认证、公司目前碘造影剂原料药总产能为2650吨/年，在建产能605吨/年；3) 第五轮集采中标，上海司太立制剂业务实现突破：公司两个品种、三种规格中选第五轮集采，并于2021年10月开始在全国执行，据测算将带来近4亿销售额。**
- 国内碘造影剂原料药龙头企业，共铸“中间体—原料药—制剂”的产业链布局：1) 收购原料药领先企业海神制药，如虎添翼：公司2018年收购海神制药，完成资源整合、IMAX爱尔兰带来海外制剂产品及客户资源，成就行业龙头企业，助力国际化进程；2) 公司利润端增速高于收入端增速，经营效率持续提升：2018年到2021年公司利润的CAGR为51.2%，高于同期收入增速31%。**
- 公司原料药质量一流、产能持续扩建，2021年碘造影剂业务毛利有所下降：1) 公司产品质量优异，获多个发达国家认证：公司有多个产品取得发达国家认证：欧盟CEP证书、印度注册批件、日本登录证，其中公司是国内唯一获得欧盟和日本认证的碘海醇原料药生产商；2) 产能持续扩建，满足持续提升的市场需求：公司目前碘造影剂原料药总产能为2650吨/年，在建产能605吨/年；3) 碘造影剂业务毛利率近年来稳定在40%以上，2021年有所降低：2015-2020年，公司造影剂业务毛利率均为40%以上，2021年毛利率为38.9%，同比下降6.6%，我们推测部分原因系受到去年碘价格波动的影响。**
- 2个品种、三种规格中标第五轮集采，上海司太立制剂业务取得突破：1) 公司目前有8个药品注册批件：其中2020年碘帕醇注射液、碘海醇注射液和碘克沙醇注射液等产品首家通过国家新4类注册（视同通过“药物一致性评价”）；2) 中标第五轮集采，完成制剂业务拓展的产业转型升级：2021年，上海司太立碘海醇注射液2个品规和碘克沙醇注射液1个品规中标第五批集采，并于2021年10月开始在全国执行；3) 中标品种预计为公司带来近4亿销售额：根据公司公告及中标量、中标价测算，2个品种的销售约为1.9亿元，按照以往集采实际供应量为约定量的2倍以上，我们测算此次中标品种将为公司带来近4亿的销售额，有望助力上海司太立实现扭亏为盈。**
- 盈利预测：我们预计2022-2023年公司营收分别为27.2/35.8亿元、归母净利润分别为4.9/6.7亿元。公司作为国内碘造影剂原料药龙头企业，凭借“原料药+制剂”双轮驱动的商业模式，公司业绩增长亮眼，同时公司布局了CMO业务，预计未来将贡献突出业绩，保证公司长期可持续性发展。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：制剂销售风险、研发风险、原材料价格上涨风险**



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	245.02		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	244.43	营业收入(百万元)	1,367	2,000	2,716	3,575	4,433
52 周内股价区间(元):	37.91-77.51	(+/-)YOY(%)	4.5%	46.3%	35.8%	31.6%	24.0%
总市值(百万元):	11,373.68	净利润(百万元)	239	324	489	672	857
总资产(百万元):	5,150.56	(+/-)YOY(%)	40.2%	35.6%	51.0%	37.4%	27.5%
每股净资产(元):	9.19	全面摊薄 EPS(元)	1.00	1.32	2.00	2.74	3.50
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	44.0%	37.4%	40.3%	40.3%	40.2%
		净资产收益率(%)	13.1%	14.9%	18.4%	20.1%	20.4%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 司太立：国内碘造影剂原料药龙头企业	6
1.1. 深耕碘造影剂领域，产品质量获多个发达国家认证	6
1.2. “中间体-原料药-制剂”，布局完整产业链	7
1.3. 公司业绩稳健增长，主营业务造影剂毛利高	8
1.4. 股权激励：第一个解除限售期目标实现	9
2. 小众、具备高成长性的行业：造影剂	11
2.1. 造影剂分类	11
2.2. 国内 CT 普及率高，X 射线造影剂市场规模巨大	12
2.3. 造影剂市场国内领军企业：恒瑞、扬子江、正大天晴	13
3. 融合产业链，原料药+制剂打开成长空间	15
3.1. 产业链布局完整，各子公司各司其职	15
3.1.1. 海神制药：碘造影剂业务运营主体	15
3.1.2. 江西司太立：中间体生产基地、钆造影剂带来新增长点	16
3.1.3. 上海司太立：布局制剂打开成长空间	17
3.2. 原料药业务：碘造影剂产品为公司业绩的基石，产量逐年提升	17
3.2.1. 公司碘造影剂 API 产能扩建情况	19
3.2.2. 碘价格波动影响	20
3.3. 布局制剂业务，打造原料药+制剂一体化平台	21
3.3.1. 第五轮集采促进行业洗牌	22
3.4. 扩展 CMO 领域，未来预计成为新的业绩增长点	22
3.5. 夯实原料药核心优势，加速发展制剂业务	23
4. 盈利预测	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 司太立发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2021H1)	7
图 3: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速 (%)	8
图 4: 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	8
图 5: 国内外收入情况 (亿元)	8
图 6: 国内外收入占比 (2020)	8
图 7: 公司营业收入毛利率 (%)	9
图 8: 公司两大业务毛利率 (%)	9
图 9: 公司四费率 (%)	9
图 10: 造影剂分类.....	11
图 11: 全球市场各类别造影剂市场份额 (2018 年)	12
图 12: : 2019 年国内市场各类造影剂市场份额 (亿元)	12
图 13: 中国造影剂市场规模 (亿元) 及增速 (%)	12
图 14: 公司业务布局	15
图 15: 海神制药有限公司收入 (亿元) 及增速 (%)	16
图 16: 海神制药有限公司净利润 (亿元) 及增速 (%)	16
图 17: 江西司太立制药有限公司收入 (万元) 及增速 (%)	17
图 18: 江西司太立制药有限公司净利润 (万元) 及增速 (%)	17
图 19: 上海司太立制药有限公司收入 (万元) 及增速 (%)	17
图 20: 江西司太立制药有限公司净利润 (万元) 及增速 (%)	17
图 21: 公司两大主要产品收入 (亿元) 与毛利率.....	18
图 22: 公司两大主要产品生产量 (吨)	19
图 23: 公司两大主要产品销售量 (吨)	19
图 24: 中国进口碘价格 (美元/Kg)	20
图 25: 公司造影剂业务毛利率 (%)	20
图 26: 公司主要经营工作	23
图 27: 公司核心竞争力.....	23
表 1: 公司主要产品	7
表 2: 主要控股参股公司情况 (万元) (截至 2021 年 12 月 31 日)	7
表 3: 司太立解除限售期安排及业绩考核条件.....	9

表 4: 碘造影剂按结构分类.....	11
表 5: 国内造影剂产品过评情况 (截至 2021 年 12 月 6 日)	13
表 6: 2019 年国内主要 X 射线造影剂品种市场情况.....	13
表 7: 2021 年上半年中国公立医疗机构终端造影剂品牌 TOP10.....	14
表 8: 收购前海神制药产品国外认证情况 (截至 2018 年 11 月)	15
表 9: IMAX 爱尔兰制剂产品海外注册情况 (截至 2018 年 11 月)	16
表 10: 公司主要产品介绍	18
表 11: 公司原料药产品取得多个发达国家认证	18
表 12: 公司 2020 年募集资金投资项目	19
表 13: 公司主要品种产能情况	20
表 14: 上海司太立药品批件.....	21
表 15: 按细分行业、治疗领域划分的主要药 (产) 品基本情况 (截至 2021 年)	21
表 16: 主要研发项目基本情况	21
表 17: 第五轮集采碘造影剂拟中选产品的基本情况	22
表 18: 公司定制化中间体项目情况	23
表 19: 同行业公司研发投入情况.....	24
表 20: 盈利预测 (百万元)	25
表 21: 可比公司估值分析	25

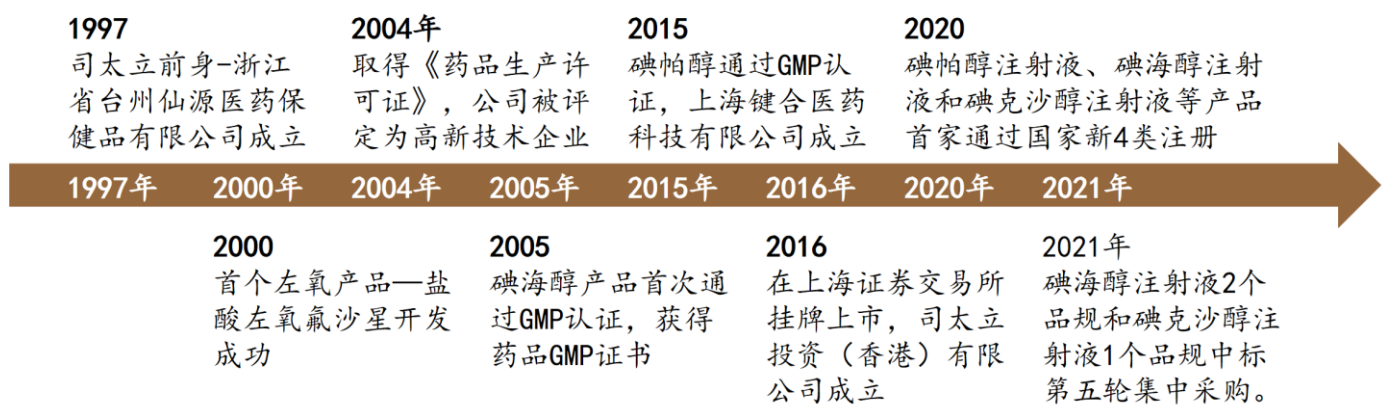
1. 司太立：国内碘造影剂原料药龙头企业

1.1. 深耕碘造影剂领域，产品质量获多个发达国家认证

公司深耕造影剂领域，已成国内 X-CT 非离子型造影剂龙头企业。司太立成立于 1997 年，专业从事研发、生产、销售 X-CT 非离子型造影剂系列和喹诺酮类系列原料药及中间体，是国内 X-CT 非离子型造影剂龙头企业，于 2016 年在上交所主板上市。

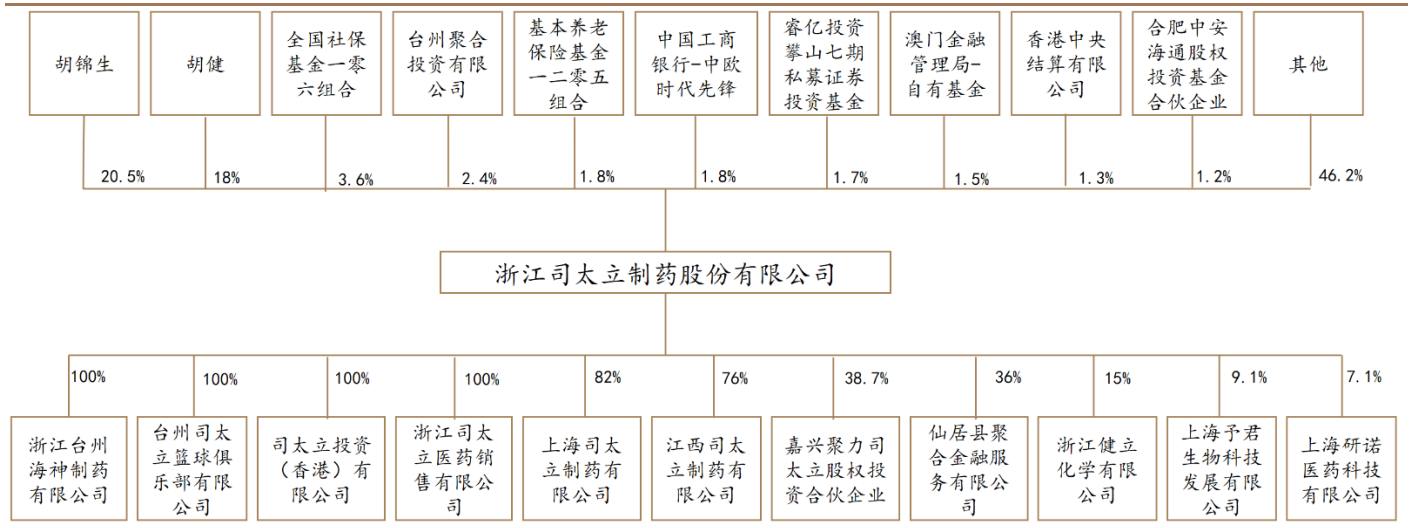
公司产品质量优异，获多个发达国家认证。公司主要原料药产品碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星均获得国家 GMP 认证和国内生产许可，其中碘海醇原料药产能及产量位居国内首位。同时公司有多个产品取得发达国家认证：欧盟 CEP 证书、印度注册批件、日本登录证。据公司官网，获得欧盟 CEP 证书及日本登录证的全球碘海醇原料药生产厂家分别各有 4 家，司太立为国内唯一的供应商。

图 1：司太立发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司股权结构集中，管理决策权稳定。截至 2021 年，公司董事长胡锦涛生先生及其一致行动人胡健持股总比例为 38.5%，其中胡锦涛生先生持股 20.5%，胡健持股 18%。公司前十名股东中，除胡锦涛生和胡健外，全国社保基金一零六组合和台州聚合投资有限公司分别持有公司 3.6% 和 2.4% 的股份。公司各子公司各司其职，业务融合产业链：江西司太立负责医药中间体的生产，上海司太立负责研发和生产非离子型造影剂诊断药物制剂，海神制药以碘造影剂系列原料药及中间体为核心业务。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 12 月 31 日）


资料来源：司太立 2021 年年度报告，德邦研究所

1.2. “中间体-原料药-制剂”，布局完整产业链

公司布局完整“医药中间体、特色原料药、制剂”产业链。1) 原料药业务：公司专注研发与生产非离子型碘造影剂系列原料药，为客户提供符合 cGMP 标准的特色原料药，原料药业务为公司主要营收来源，运营主体为浙江司太立、江西司太立和海神制药；2) 制剂业务：公司积极拓展下游制剂业务，打破依靠原料药单一业务的发展格局，制剂业务运营主体为上海司太立，专业从事非离子型碘造影剂下游制剂的注册与生产，并于 2020 年获得了碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇三个产品四个品规的制剂生产批件。在 2021 年，上海司太立参加第五批集采，其中碘海醇注射液 2 个品规和碘克沙醇注射液 1 个品规中标。

表 1：公司主要产品

领域	产品	备注
造影剂原料药	碘帕醇、碘海醇、碘克沙醇	获得国家药品 GMP 证书、国内注册批件、印度注册批件，其中碘海醇、碘帕醇获得欧盟 CEP 证书、日本登录证
造影剂制剂	碘帕醇、碘海醇、碘克沙醇	2020 年获得通过国家新 4 类药品注册，视为通过药品一致性评价；2021 年碘海醇注射液 2 个品规和碘克沙醇注射液 1 个品规中标第五轮集中采购
喹诺酮原料药	盐酸左氧氟沙星、左氧氟沙星、甲磺酸帕珠沙星	

资料来源：公司官网，德邦研究所

表 2：主要控股参股公司情况（万元）（截至 2021 年 12 月 31 日）

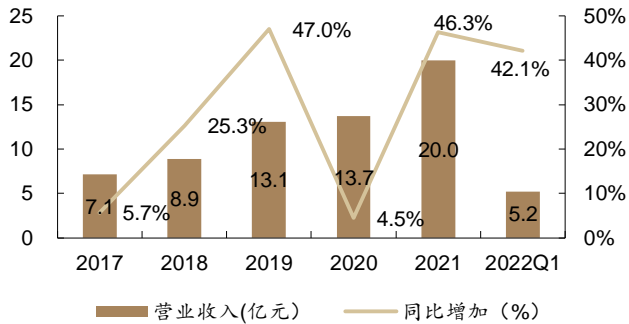
公司名称	经营范围	注册资本	公司股权占比	总资产	净资产	营业收入	净利润
江西司太立	药品生产项目，专用化学产品制造	6800	76%	83982.9	29499.1	64083.6	6998.7
上海司太立	药品生产，货物进出口，技术进出口。医药科技领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广	10000	82%	73128.2	-23732.3	21914.2	-3401.7
海神制药	原料药（碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇）制造，货物进出口、技术进出口。	34226.4	100%	91007.2	67678.2	56999.3	10186.7

资料来源：司太立 2021 年年度报告，德邦研究所

1.3. 公司业绩稳健增长，主营业务造影剂毛利高

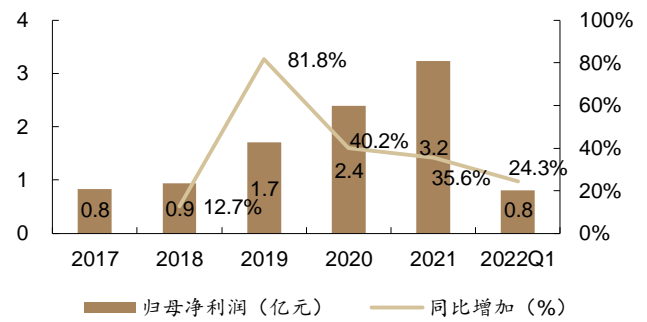
公司业绩增长稳健，利润端增速明显高于收入端增速。1) 公司 2019/2020/2021/2022Q1 年收入分别为 13.1/13.7/20.5/5.2 亿元，同比增长 47%/4.5%/46.3%/42.1%，2020 年因受疫情影响收入增速放缓，2018 年到 2021 年 CAGR 为 31%，2021 由于疫情得到一定的控制，收入增速回升；2) 公司归母净利润增速整体高于收入增速，经营效率持续提升，2019 年/2020 年/2021/2022Q1 归母净利润分别为 1.7/2.4/3.2/0.8 亿元，同比增长 81.8%/40.2%/35.6%/24.3%，其中 2018 年到 2021 年 CAGR 为 51.2%，高于同期收入增速 31%。公司营收主要来自国内客户，2020 年国外客户收入占比有所提高。从营收来源看，2018-2021 年来自国内客户占主营业务收入的比例分别为 62.1%/61.6%/55.1%/67.4%。

图 3: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速 (%)



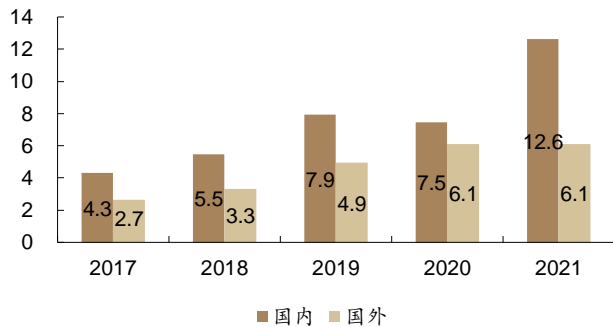
资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

图 4: 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



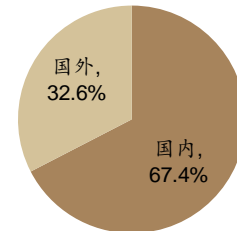
资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

图 5: 国内外收入情况 (亿元)



资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

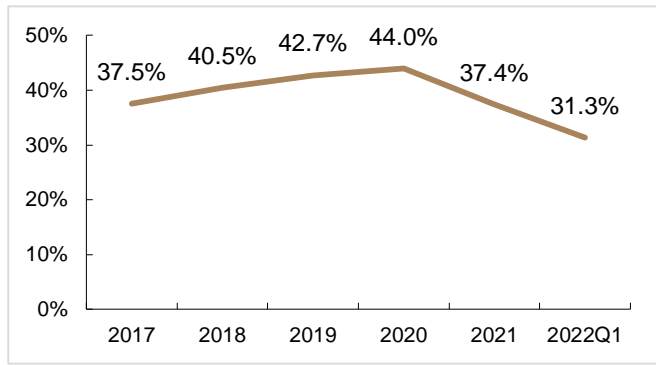
图 6: 国内外收入占比 (2021 年)



资料来源: 司太立 2021 年年度报告, 德邦研究所

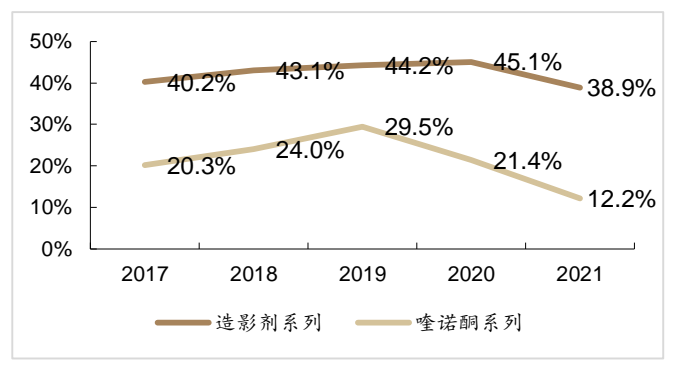
公司毛利水平增加显著，造影剂业务毛利维持较高水平。1) 2020 年之前，公司毛利稳步提升，从 2017 年的 37.5% 提升至 2020 年的 44%，2020 年之后毛利有所下降，到 2022 年 Q1 下降至 31.3%，2021 年毛利下降的原因为销售规模扩大导致的营业成本增加。2) 公司造影剂业务始终维持较高毛利，2021 年毛利率为 38.9%、喹诺酮系列产品毛利率自 2020 年以来持续下滑。

图 7: 公司历年毛利率水平 (%)



资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

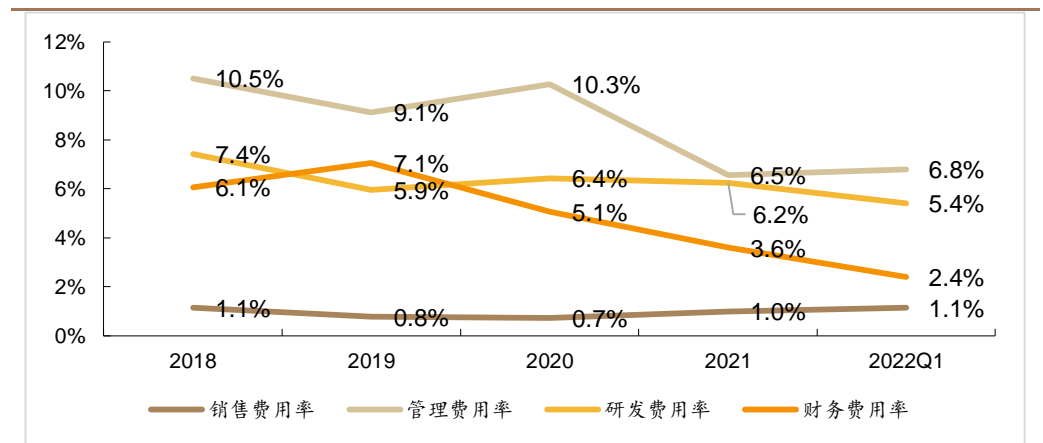
图 8: 公司两大业务历年毛利率水平 (%)



资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

公司费用稳定, 2021 年费用率整体有所下降。1) 公司管理及研发费用率相对较高, 整体呈现下降趋势: 2019/2020/2021/2022Q1 管理费用率分别为 9.1%/10.3%/6.5%/6.8%, 研发费用率分别为 5.9%/6.4%/6.2%/5.4%, 2020 年及 2021 年的研发费用率相对于 2019 年有一定的提升, 体现公司在研发上持续加大的投入; 2) 2019 年财务费用较 2018 年同期略有增加, 主要是由于 2019 年银行借款增加所致。除此之外, 公司销售费用率始终保持在相对较低的水平。

图 9: 公司四费率 (%)



资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

1.4. 股权激励: 第一个解除限售期目标实现

公司股权激励达到业绩考核目标, 第一个解除限售期实现。根据公司 2020 年第四次临时股东大会决议, 公司以 39.5 元/股的授予价格, 通过定向增发的方式向李华军等 148 名激励对象授予限制性人民币普通股 (A 股) 66 万股, 分三期解除限售期。1) 第一个解除限售期实现: 2020 年剔除股权激励计划股份支付费用影响的归属于上市公司股东的净利润金额为 2.4 亿元, 较 2019 年净利润增长 43.04%, 满足第一个解除限售期限制性股票解除限售条件; 2) 第二个解除限售期实现: 2021 年剔除股权激励计划股份支付费用影响的归属于上市公司股东的净利润金额为 3.4 亿元, 较 2019 年净利润增长 96.71%, 满足第二个解除限售期限制性股票解除限售条件; 3) 2022 年同样以 2019 年净利润为基数, 净利润比 2019 年增长不低于 190%, 即可实现第三个解除限售期, 彰显公司对业绩增长的信心。

表 3: 司太立解除限售期安排及业绩考核条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2019 年净利润为基数, 2020 年净利润比 2019 年净利润增长不低于 40%
第二个解除限售期	以 2019 年净利润为基数, 2021 年净利润比 2019 年净利润增长不低于 90%
第三个解除限售期	以 2019 年净利润为基数, 2022 年净利润比 2019 年净利润增长不低于 190%

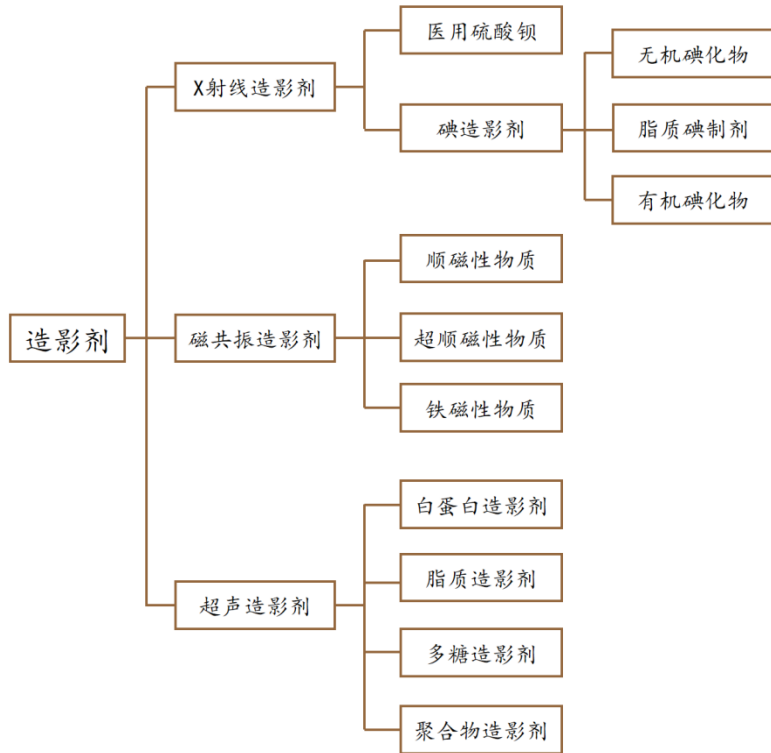
资料来源：司太立 2020 年年度报告，德邦研究所

2. 小众、具备高成长性的行业：造影剂

2.1. 造影剂分类

根据影像学成像原理，造影剂主要可分为：X射线造影剂，磁共振（MRI）造影剂以及超声造影剂：1) X射线造影剂主要用于神经系统、心血管系统等部位的造影，包括医用硫酸钡及碘造影剂两种，其中碘造影剂包括无机碘化物，脂质碘制剂以及有机碘化物；2) 磁共振造影剂主要用于全身软组织、心脏大血管的造影，主要包括顺磁性物质、超顺磁性物质以及铁磁性物质；3) 超声造影剂常用于妇产科、心血管系统的造影，包括白蛋白造影剂、脂质造影剂、多糖造影剂以及聚合物造影剂。

图 10：造影剂分类



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

根据结构的不同，造影剂可分为离子型和非离子型两大类。离子型碘造影剂具有稳定性好的特点，但其由于渗透性高，因此中毒反应发生率也较高，非离子型造影剂渗透性低，机体耐受性好，可用于各种血管造影。1) 离子型造影剂包括泛影葡胺、碘克沙醇等，非离子型造影剂代表药物主要为碘海醇、碘帕醇等；2) 根据苯环数量的不同，碘造影剂可分为单体和二聚体造影剂，单体造影剂代表药物包括泛影葡胺、碘海醇、碘帕醇等，二聚体代表药物主要为碘克沙醇。

表 4：碘造影剂按结构分类

类别	单体代表药物	二聚体代表药物	特点
离子型	泛影葡胺	碘克沙醇	离子型造影剂稳定性好但渗透性高，中毒反应发生率高，机体耐受性差
非离子型	碘海醇、碘帕醇、碘普罗胺、碘佛醇	碘克沙醇	非离子型碘造影剂渗透性低，毒副反应小，机体耐受性高，可用于各种血管造影

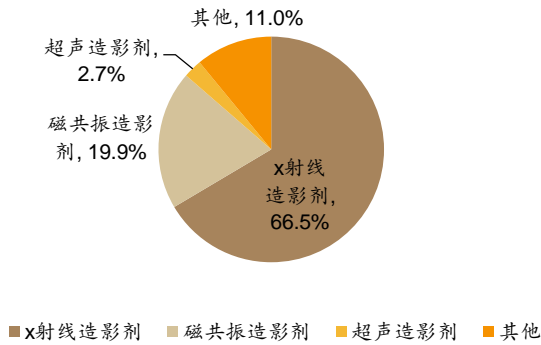
资料来源：头豹研究院，德邦研究所

2.2. 国内 CT 普及率高，X 射线造影剂市场规模巨大

发达国家和地区占据全球造影剂市场的主体，X 射线造影剂市场规模超 60%。Newport Premium 数据显示，截至 2018 年，全球造影剂市场规模为 60.8 亿美元，其中 X 射线造影剂市场份额达 66.5%，磁共振造影剂以及超声造影剂的市场份额分别为 19.9% 以及 2.7%；另外，从具体的地区分布来看，全球造影剂市场份额主要还是集中在欧美日等发达国家和地区，其中，美国约占全球造影剂市场的 37.6%，欧洲约占全球造影剂市场的 28.8%。以中国为代表的新兴市场，市场份额较小，但随着国民经济的腾飞以及医疗条件的逐渐改善，中国造影剂市场规模正处于显著上升阶段。

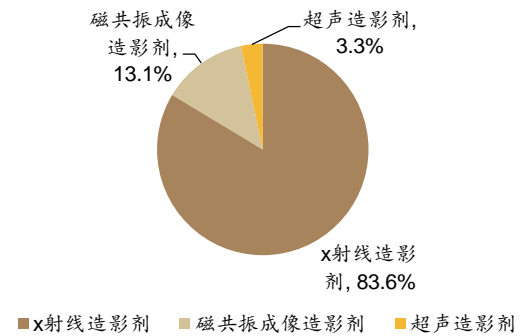
国内 CT 普及率高，X 射线造影剂市场规模巨大。中国医药工业信息中心的数据显示，2019 年，全国医院市场 X 射线造影剂市场规模达 139.5 亿元，约占市场总额的 83.6%，高于全球 X 射线造影剂市场规模占比，主要是由于相比于磁共振和超声影像，CT 在国内应用范围更为广泛，同时磁共振价格较高，因此普及率不及 CT；磁共振造影剂市场规模为 21.8 亿元，约占市场总额的 13.1%；超声造影剂市场规模约为 5.5 亿元，约占市场总额的 3.3%，市占率较低，主要是由于超声造影剂无论在国内还是全球，使用量均较少。

图 11：全球市场各类别造影剂市场份额（2018 年）



资料来源：Newport Premium，中国医药工业信息中心，司太立 2019 年年度报告，德邦研究所

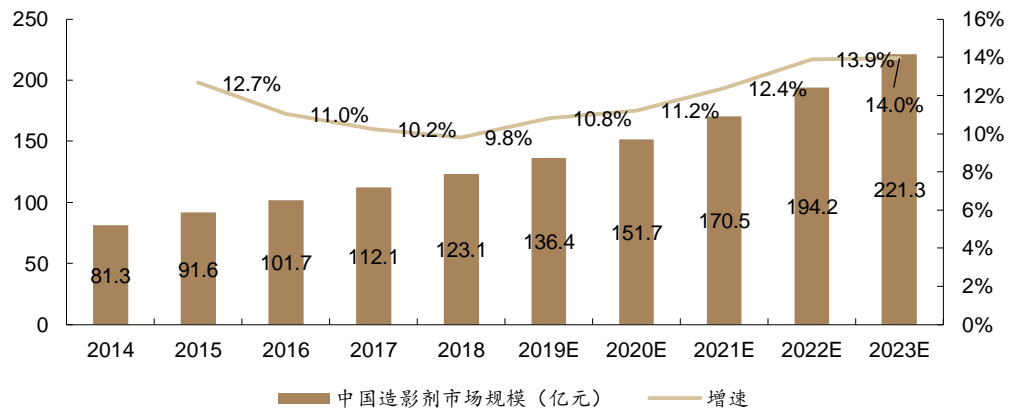
图 12：2019 年国内市场各类造影剂市场份额（亿元）



资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，司太立 2019 年年度报告，德邦研究所

受益政策红利及人均可支配收入的增加，中国造影剂市场规模正迅速扩张。中国造影剂市场规模从 2014 年的 81.3 亿元增长到 2018 年的 123.1 亿元，年复合增长率为 10.9%。预计 2019-2023 年，中国造影剂市场规模年复合增速将达到 12.8%，2023 年市场规模将达到 221.3 亿元。

图 13：中国造影剂市场规模（亿元）及增速 (%)



资料来源：头豹研究院，德邦研究所

2.3. 造影剂市场国内领军企业：恒瑞、扬子江、正大天晴

随着我国诊断需求的不断提升，造影剂市场规模将持续增长。1) 截至 2021 年 12 月 6 日，国内有 7 个造影剂产品已有企业过评，其中碘海醇与碘克沙醇已被纳入第五批集采；2) 国内造影剂行业集中度高：主要企业有恒瑞医药、GE Healthcare、Bracco、Bayer、扬子江药业、北陆药业等。据观研报告，中国公立医疗机构终端造影剂 TOP5 厂商集中度，从 2019 年的 71.7% 升至 2021 年 H1 的 80%。

表 5：国内造影剂产品过评情况（截至 2021 年 12 月 6 日）

产品名称	企业简称	批文数	申请类型
碘佛醇注射液	恒瑞医药	1	补充申请
	北陆药业	2	补充申请
碘海醇注射液	扬子江药业	4	补充申请
	上海司太立	2	仿制 4 类
碘克沙醇注射液	北陆药业	2	补充申请
	恒瑞医药	2	补充申请
	正大天晴	1	补充申请
	上海司太立	1	仿制 4 类
	扬子江药业	4	补充申请
	正大天晴	2	仿制 4 类
碘帕醇注射液	山东科伦药业	2	仿制 4 类
	正大天晴	1	仿制 4 类
钆喷酸葡胺注射液	上海司太立	1	仿制 4 类
	北陆药业	2	补充申请
钆塞酸二钠注射液	正大天晴	1	补充申请
	湖南科伦制药	1	仿制 4 类
瑞加诺生注射液	南京海融	1	仿制 3 类

资料来源：智研咨询，米内网，德邦研究所

2019 年，国内主要应用的 X 射线造影剂产品为碘克沙醇、碘海醇以及碘佛醇，市场规模分别为 49.7/27.1/17.6 亿元，市场份额分别为 35.7%/19.4%/12.6%，其中碘克沙醇市场规模最大，近年来增长也最为明显，年增长率达 38.4%；随着我国造影剂市场进口替代和产品升级趋势愈发明显，根据中国医药工业信息中心预计到 2022 年国内造影剂市场有望突破 270 亿元。

表 6：2019 年国内主要 X 射线造影剂品种市场情况

药品通用名	市场规模（亿元）	占比	年增长率
碘克沙醇	49.7	35.7%	38.4%
碘海醇	27.1	19.4%	7.5%
碘佛醇	17.6	12.6%	11.3%
碘普罗胺	15.1	10.9%	10.4%
碘帕醇	15.1	10.8%	-0.1%
其他品种	14.9	10.7%	36.5%
总计	139.5	100%	19.6%

资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，司太立 2019 年年度报告，德邦研究所

2021 年上半年，恒瑞医药碘克、碘佛两个品种表现优异，第五轮集采或将重塑竞争格局。从造影剂生产厂家来看，在 2021 年上半年中国公立医疗机构终端造影剂品牌 TOP10 中：1) 恒瑞医药的碘克沙醇排名第一，增长率为 26.9%，其次为扬子江的碘海醇，增长率为 23.8%；2) 恒瑞、扬子江、GE、Bracco 均有 2 个品牌上榜；3) 在第五轮集采中，碘海醇注射液的中标企业包括 GE、上海司太立、扬子江、北陆药业；碘克沙醇中标企业包括 GE、扬子江、上海司太立以及正大天

晴。

表 7: 2021 年上半年中国公立医疗机构终端造影剂品牌 TOP10

排名	产品名称	企业	增长率 (%)
1	碘克沙醇注射液	恒瑞医药	26.9%
2	碘海醇注射液	扬子江药业	23.8%
3	碘佛醇注射液	恒瑞医药	22.4%
4	碘克沙醇注射液	通用电气	38.0%
5	碘普罗胺注射液	拜耳	20.6%
6	碘海醇注射液	通用电气	5.1%
7	碘帕醇注射液	Bracco	11.2%
8	碘克沙醇注射液	扬子江药业	31.3%
9	注射用六氟化硫微泡	Bracco	42.5%
10	碘克沙醇注射液	正大天晴	194.2%

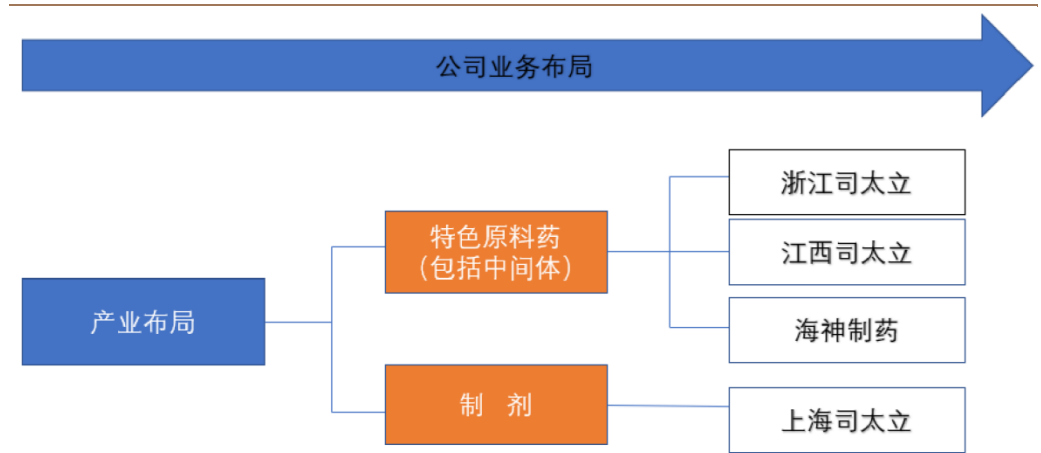
资料来源: 智研咨询, 米内网, 德邦研究所

3. 融合产业链，原料药+制剂打开成长空间

3.1. 产业链布局完整，各子公司各司其职

海神制药等子公司助力司太立实现产业一体化优势，共铸“中间体—原料药—制剂”的产业链布局。1) 江西司太立：于 2011 年成立，主要承担 X-CT 非碘离子造影剂原料及中间体生产；2) 上海司太立：成立于 2012 年，主要从事研发和生产非离子型造影剂诊断药物制剂，是公司在“造影剂全产业链战略布局”中最关键的一环，为公司打开新的成长空间；3) 2018 年，公司收购海神制药：主要负责原料药（碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇）的制造，稳固了公司在造影剂行业的地位。

图 14：公司业务布局



资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1.1. 海神制药：碘造影剂业务运营主体

司太立子公司海神制药以碘造影剂系列原料药及中间体为核心业务，主要负责原料药（碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇）制造，货物进出口以及技术进出口业务。其碘海醇原料药和碘帕醇原料药已成为公司最畅销的产品，在国内外均占有较大的市场份额。同时，碘海醇已经获得了国家 GMP 证书，欧盟 CEP 证书，国内注册批件等。

司太立 2018 年收购海神制药，完成资源整合，成就碘造影剂原料药龙头企业。1) 海神制药与司太立业务有一定重合度，均为国内碘造影剂原料药领先企业；2) 彼时，海神制药的原料药产品通过多个国家和地区资质认证，例如欧盟碘海醇原料药 CEP 证书以及日本碘海醇原料药和碘帕醇原料药的登录证；3) 海神制药客户关系稳定，覆盖中国以及全球多个国家或区域，在收购后司太立实力及收入进一步增强，成就碘造影剂原料药龙头企业。

表 8：收购前海神制药产品国外认证情况（截至 2018 年 11 月）

国家地区	认证产品	资质文件
欧盟	碘海醇	《出口欧盟原料药证明文件》
日本	碘海醇、碘帕醇	《医药品外国制造业者认定证》、《医药品适合性结果调查通知书》
葡萄牙	碘海醇	《适格生产者 GMP 证书》
印度	碘海醇	《药品进口注册证书》
韩国	碘海醇	《韩国药品注册证书》
爱尔兰		《适格生产者 GMP 证书》

资料来源：《浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》，德邦研究所

收购促进公司拓宽海外业务，国际化进程加速。海神制药在被收购前，2016

年-2018年H1年的境外收入占总收入的比例均超过80%，可见其较强的海外营销能力。彼时，海神制药子公司IMAX爱尔兰在国外（俄罗斯、韩国、葡萄牙、孟加拉国等）拥有多个注册批件，收购后司太立整合其国外的制剂产品及客户资源，进一步拓宽海外业务。

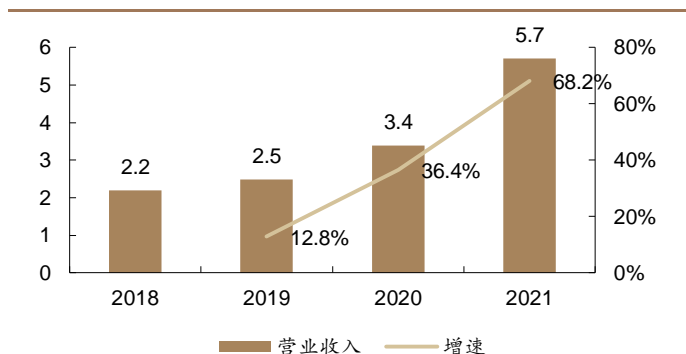
表 9：IMAX 爱尔兰制剂产品海外注册情况（截至 2018 年 11 月）

国家	注册号	产品
孟加拉国	380-4929-14	碘海醇 iMAX 300mg l/ml 注射剂
	380-4930-14	碘海醇 iMAX 350mg l/ml 注射剂
保加利亚	11-22684/08.07.2013	碘海醇造影剂注射剂（350 mg l/ml）
葡萄牙	12/H/0215/001	碘海醇 Hovione 647mg /ml 注射剂
	12/H/0215/002	碘海醇 Hovione 755mg /ml 注射剂
立陶宛	LT/1/14/3669/001-LT/1/14/3669/002	碘海醇 iMAX 647mg /ml 注射剂
	LT/1/14/3669/003-LT/1/14/3669/004	碘海醇 iMAX 755mg /ml 注射剂
拉脱维亚	15-0176	碘海醇 iMAX 647 mg l/ml 注射剂
	15-0177	碘海醇 iMAX 755 mg l/ml 注射剂
爱沙尼亚	861314	碘海醇 iMAX 647mg /ml 注射剂
	861414	碘海醇 iMAX 755mg /ml 注射剂
韩国	20160028695	碘海醇 300mg l/ml 注射剂
	20160028692	碘海醇 350mg l/ml 注射剂
俄罗斯	3208	碘海醇 300mg l/ml 、 350mg l/ml 注射剂
格鲁吉亚	02-1656/m	碘海醇 iMAX 647 mg /ml（300mg l/ml）注射剂， 50ml 规格
		碘海醇 iMAX 647 mg /ml（300mg l/ml）注射剂， 100ml 规格
		碘海醇 iMAX 755 mg /ml（300mg l/ml）注射剂， 50ml 规格
		碘海醇 iMAX 755 mg /ml（300mg l/ml）注射剂， 100ml 规格

资料来源：《浙江司太立制药股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》，德邦研究所

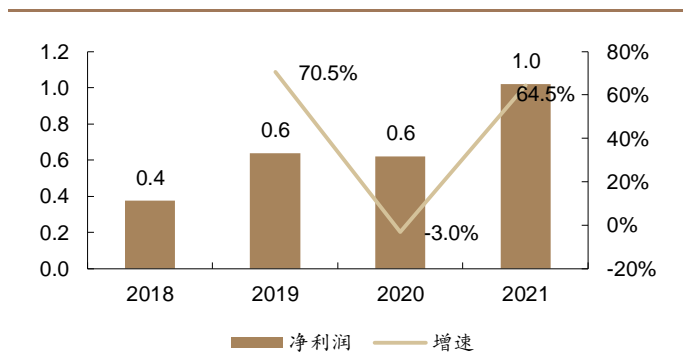
海神制药收入增速持续上升，净利润维持在较高水平。海神制药营业收入由2018年的2.2亿元增长到2021年的5.7亿元，年复合增速达37.3%，其中，2021年营业收入相比于2020年增长了68.2%；公司2019/2020/2021净利润分别为0.6/0.6/1.0亿元，除2020年受疫情影响净利润有所下降以外，其余年份均保持稳健增长趋势。

图 15：海神制药有限公司收入（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 16：海神制药有限公司净利润（亿元）及增速（%）



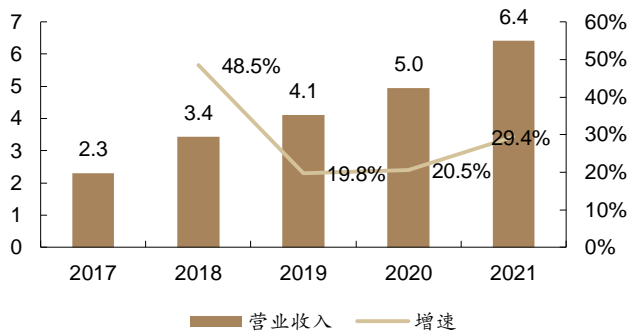
资料来源：公司公告，德邦研究所

3.1.2. 江西司太立：中间体生产基地

江西司太立与浙江司太立两翼齐飞，持续聚焦造影剂行业。江西司太立于2014年正式投产，并于2016年取得药品生产许可证，主营X-CT碘造影剂与磁共振类造影剂原料药及中间体。江西司太立2020年净利润增长明显，2019/2020/2021营业收入分别为4.1/5.6/6.4亿元，保持稳健增长。其中，2020年

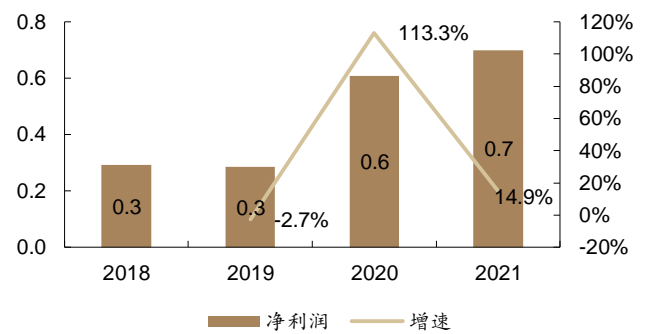
净利润为 0.6 亿元，同比增长 113.3%。

图 17: 江西司太立制药有限公司收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 18: 江西司太立制药有限公司净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

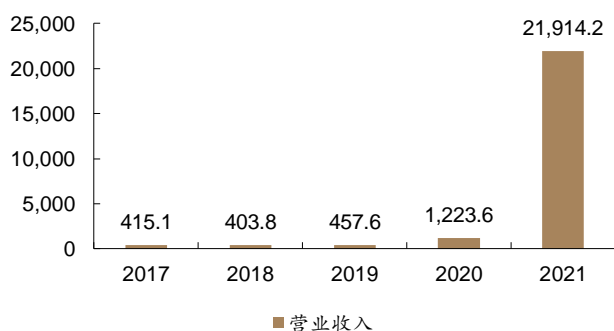
3.1.3. 上海司太立: 布局制剂打开成长空间

上海司太立拥有大容量注射剂生产线, 小容量注射剂生产线, 乳膏剂(激素类)生产线和凝胶剂等四条生产线, 占地面积 75 亩, 已建厂房 70000m²。拥有硝酸咪康唑乳膏、咪康唑氯倍他索乳膏、林可霉素利多卡因凝胶、复方醋酸地塞米松乳膏等四个品种八个规格的注册批件。2020 年, 上海司太立申报的碘帕醇注射液、碘海醇注射液、碘克沙醇注射液均通过了国家新 4 类注册。

上海司太立集采品种开始放量, 有望在 2022 年实现扭亏为盈。上海司太立截至 2021 年均处于亏损状态, 产品多处于研发、报批阶段。在 2021 年, 上海司太立参加第五批集采, 其中碘海醇注射液 2 个品规和碘克沙醇注射液 1 个品规中标本次集中采购, 预计 22 年将持续放量, 贡献业绩。

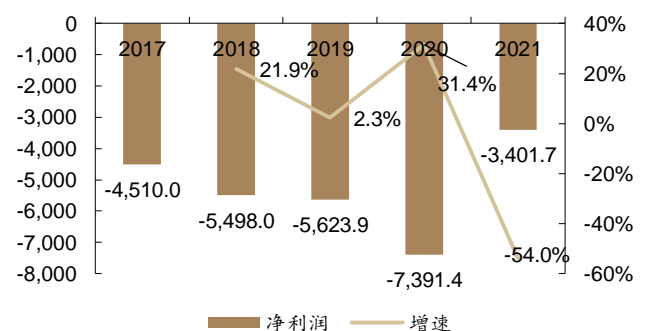
制剂设计产能 1800 万瓶/年, 投产后预计每年消化公司 1200 吨原料药。上海司太立拟投产 X-CT 非离子型造影剂制剂, 主要包括碘海醇制剂、碘克沙醇制剂、碘帕醇制剂、碘佛醇制剂、碘美普尔制剂等产品, 计划建设产能为 1,800 万瓶/年, 目前仍处于建设期。公司生产的造影剂原料药可用于上海司太立生产基地造影剂制剂的生产, 按照 1,800 万瓶的 X 射线造影剂制剂生产线年使用造影剂原料药 1,200 吨的比例估算, 上海生产基地投产后, 公司每年生产的造影剂原料药中 1,200 吨将用于上海司太立的生产。

图 19: 上海司太立制药有限公司收入 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 20: 上海司太立制药有限公司净利润 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.2. 原料药业务: 碘造影剂产品为公司业绩的基石, 产量逐年提升

公司主营业务为医药特色原料药及中间体的开发与生产, 包括造影剂及喹诺酮两大系列。碘造影剂系列为公司核心产品: 主要有碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇等, 喹诺酮系列产品主要包括左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星。

表 10: 公司主要产品介绍

造影剂	开发公司	类别	作用
碘海醇	挪威奈科明阿莫仙 (NycomedAmersham pic)	非离子型单体造影剂	成人及儿童的血管及体腔内注射, 在临床上用于血管造影(脑血管造影、冠状动脉造影、周围及内脏动脉造影、心室造影)
碘帕醇	意大利博莱科 (Bracco)	非离子型低渗性造影剂	腰、胸及颈段脊髓造影, 脑血管造影, 周围动、静脉造影, 心血管造影, 冠状动脉造影, 尿路、关节造影及 CT 增强扫描
碘克沙醇	挪威奈科明 (Nycomed)	非离子型的等渗二聚体对比剂	心血管造影、脑血管造影、外周动脉造影、腹部血管造影、尿路造影、静脉造影和 CT 增强检查等

资料来源: 司太立年度报告, 德邦研究所

公司原料药产品取得多个发达国家认证。1) 国内 GMP 认证及注册批件: 公司生产的原料药碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星获得国家药品 GMP 证书及国内注册批件。2) 欧盟认证: 原料药碘海醇、碘帕醇获得欧盟 CEP 证书; 3) 印度注册批件: 原料药碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、左氧氟沙星获得印度注册批件; 4) 日本认证: 原料药碘海醇、碘帕醇、左氧氟沙星、洛索洛芬钠和中间体左氧氟环合酯获得日本登录证。据公司官网, 获得欧盟 CEP 证书及日本登录证的全球碘海醇原料药生产厂家分别各有 4 家, 司太立为国内唯一的供应商。

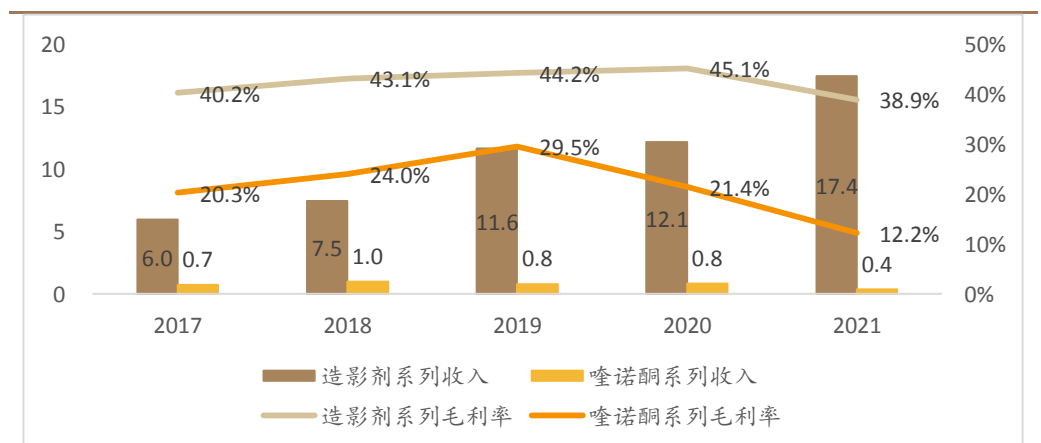
表 11: 公司原料药产品取得多个发达国家认证

认证类型	认证产品
国内 GMP 认证及注册批件	原料药碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星获得国家药品 GMP 证书及国内注册批件
欧盟认证	碘海醇、碘帕醇获得欧盟 CEP 证书
印度注册批件	海醇、碘帕醇、碘克沙醇、左氧氟沙星获得印度注册批件
日本认证	碘海醇、碘帕醇、左氧氟沙星、洛索洛芬钠和中间体左氧氟环合酯获得日本登录证

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

造影剂系列产品营业收入持续上升, 毛利率保持在较高水平。1) 公司造影剂系列产品 2019/2020/2021 收入分别为 11.6/12.1/17.4 亿元, 2018 年到 2021 年的年复合增长率为 32.7%; 2) 公司造影剂系列产品历年来毛利率稳定, 除 2021 年以外均保持在 40% 以上, 其中, 2020 年毛利率为 45.1%; 3) 喹诺酮系列产品 2018/2019/2020/2021 年的收入分别为 1/0.8/0.8/0.4 亿元, 其中, 2020 年由于受到疫情影响, 成本上升导致毛利率有所下降; 4) 在原料药业务中, 造影剂系列收入占主导地位, 2021 年收入占比为 98%。

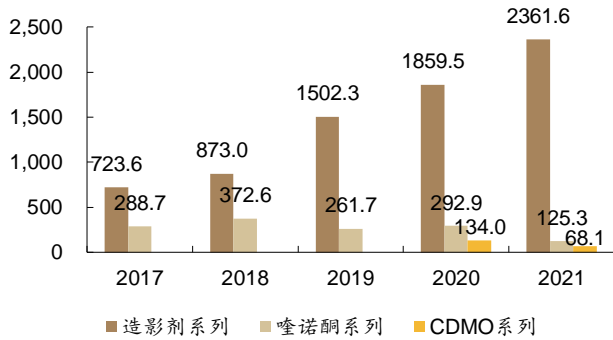
图 21: 公司两大主要产品收入 (亿元) 与毛利率



资料来源: 公司年度报告, 德邦研究所

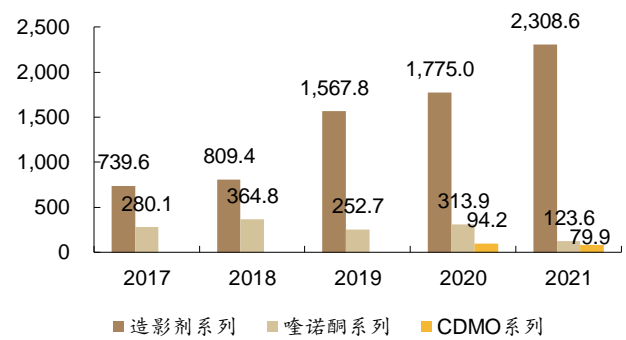
公司深耕造影剂系列产品，生产量和销售量稳步提升。1) 公司造影剂销售量从 2017 年 739.6 吨增长到 2021 年的 2308.6 吨，年复合增长率为 32.9%、每年销售量几乎与生产量持平，2017 年、2019 年的销售量高于生产量，这体现出公司产品在市场上处于供不应求的状态；2) 喹诺酮系列 2018/2019/2020/2021 年的销售量分别为 364.8/252.7/313.9/123.6 吨，历年来均维持在较低水平，体现公司侧重碘造影剂产品的发展战略；3) CDMO 系列 2020/2021 年的销售量分别为 94.2/79.9 吨，其中 2021 年销售量高于生产量。

图 22：公司两大主要产品生产量（吨）



资料来源：司太立年度报告，德邦研究所

图 23：公司两大主要产品销售量（吨）



资料来源：司太立年度报告，德邦研究所

3.2.1. 公司碘造影剂 API 产能扩建情况

2016 年 IPO 用于产能扩建计划：2016 年，公司向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）股票 3,000 万股，发行价为每股人民币 12.15 元，募集资金净额为 3.3 亿元。募集资金主要用于年产 2035 吨 X 射线造影剂原料药技改及扩产项目（二期）的建设，目前项目已完工。

2020 年定增用于产能扩建计划：2020 年公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票 954.27 万股，发行价为每股人民币 70.42 元，募集资金净额为 6.5 亿元，募集资金主要用于建设：年产 1500 吨碘化物及研发质检中心项目、年产 300 吨碘佛醇、5 吨钆贝葡胺造影剂原料药项目、年产 195 吨定制医药中间体项目、年产 1200 吨三碘异酞酐氯项目等，项目达到预定可使用状态日期为 2022 年 7 月。

表 12：公司 2020 年募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额（亿元）	募集资金投资额（亿元）
1	年产 1500 吨碘化物及研发质检中心项目	1.5	1.3
2	年产 300 吨碘佛醇、5 吨钆贝葡胺造影剂原料药项目	2.0	1.8
3	年产 195 吨定制医药中间体项目	0.9	0.8
4	年产 1200 吨三碘异酞酐氯项目	1.2	0.5
5	环保设施提升改造项目	0.4	0.4
6	补充流动资金	2.0	2.0
	合计	8.0	6.7

资料来源：司太立关于变更部分募投项目的公告，德邦研究所

2020 年产能扩建计划主要有以下变动：

1) 年产 195 吨定制医药中间体项目计划无法实施：因定制医药中间下游客户均为海外客户，随着 2020 年新冠疫情影响的逐步蔓延，全球市场环境发生变化，客户的需求逐步发生变化。如 ILC 产品终端客户工厂被当地政府征用，该客户考虑到外部环境的巨大变化，改变了公司的整体经营战略，其所生产的产品对 ILC 的需求量大幅减少；OPAA 产品终端客户考虑到 OPAA 产品原料的供应现状，对其所生产的下游产品工艺流程重新进行设计与研究，寻找相应替代产品；

同时受疫情的影响，CGA 和 3N 终端客户对其需求亦是大幅度减少。在上述情况下，公司在对原有车间进行一定改造后，通过论证认为如继续进行后续建设无法达到预期的收益。2) 公司决定停止对三碘异酞酰氯的产能扩产：在 2021 年上半年，基于江西司太立现有的碘化物生产线产能充足，同时在公司审议非公开发行股票董事会前已投入部分自有资金生产三碘异酞酰氯并形成一定产能，基于整体发展考虑，公司决定停止对三碘异酞酰氯的产能扩产。

基于以上两个项目无法继续实施，公司决定将募集资金用于子公司海神制药的新项目：年产 400 吨碘海醇、200 吨碘帕醇项目中。计划实施内容：海神制药 A4 车间年产 400 吨碘海醇、A5 车间年产 200 吨碘帕醇项目厂房建设及机电安装。

据统计，公司目前碘造影剂原料药总产能为 2650 吨/年，在建产能共计 605 吨，其中碘海醇 400 吨、碘帕醇 200 吨、碘普罗胺 5 吨，持续扩建的产能是公司业绩增长的基石。

表 13: 公司主要品种产能情况

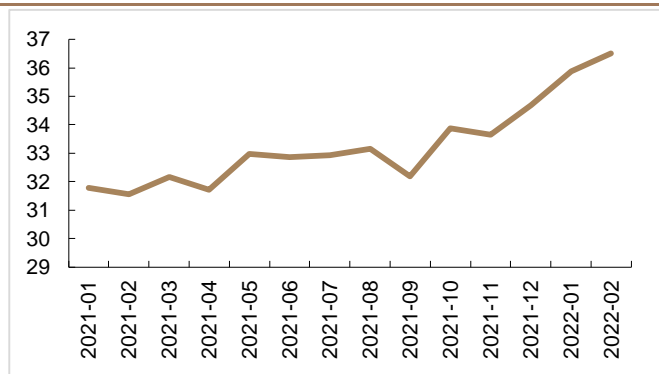
	总产能 (t/a)	在建产能 (t/a)
碘海醇	1310 (浙江司太立: 1130 海神制药: 180)	400 (海神制药, 建成后将淘汰老产能)
碘帕醇	500 (浙江司太立: 约 400, 海神制药: 100)	200 (海神制药, 建成后将淘汰老产能)
碘克沙醇	约 400	
碘普罗胺	70	5 (浙江司太立)
碘佛醇	350 (浙江司太立: 50, 江西司太立: 300)	
碘美普尔	20 (浙江司太立)	
左氧氟沙星	250 (浙江司太立)	
盐酸左氧氟沙星	200 (浙江司太立)	

资料来源: 公司环评报告, 德邦研究所

3.2.2. 碘价格波动影响

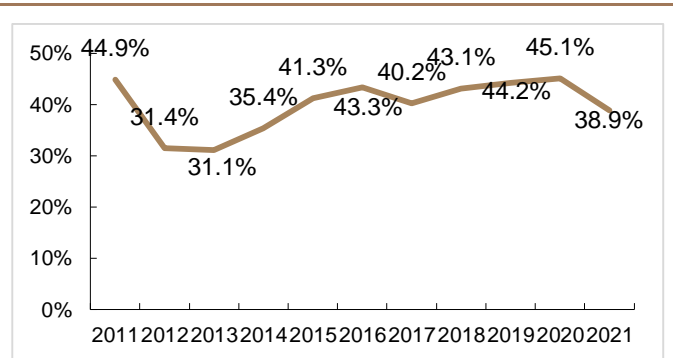
碘是原材料采购成本中的最大项，因此碘的价格波动会影响公司毛利。1) 在 2011-2013 年，碘的采购金额占 X 射线造影剂产品采购金额的比例分别为 64.4%/76.4%/70.4%，而随着 2011-2013 碘价格大幅上涨，公司造影剂业务毛利从 2011 年的 44.9%，下降至 2013 年的 31.1%；2) 2013 年之后，碘的价格趋于平稳，公司持续进行技术改进，因此造影剂毛利稳健提升，到 2020 年提升至 45.1%；3) 2021 年公司造影剂业务毛利率为 38.9%，同比下降 6.6%，我们推测部分原因系受到去年碘价格波动的一定影响。

图 24: 中国进口碘价格 (美元/Kg)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 25: 公司造影剂业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

3.3. 布局制剂业务，打造原料药+制剂一体化平台

上海司太立处在公司制药“造影剂全产业链战略布局”中最关键的一环。公司目前有 8 个药品注册批件，其中 2020 年，上海司太立申报的碘帕醇注射液、碘海醇注射液和碘克沙醇注射液等产品首家通过国家新 4 类注册（视同通过“药物一致性评价”），获得国家药品监督管理局的注册批件。另外，碘佛醇注射液、碘美普尔注射液两个碘造影剂制剂产品的注册批件目前还在国家药品监督管理局待批。在 2021 年，上海司太立参加第五批集采，其中碘海醇注射液 2 个品规和碘克沙醇注射液 1 个品规中标本次集中采购。上海司太立填补了公司制药产业链在制剂部分的空白，使公司成功地完成了从原料药向制剂拓展的产业转型升级。

表 14：上海司太立药品批件

药品名称	药品批准文号	剂型	规格	有效期
碘海醇注射液	国药准字 H20203258	注射剂	100ml:30g(l)	2020.6.17-2025.6.16
碘海醇注射液	国药准字 H20203257	注射剂	100ml:35g(l)	2020.6.17-2025.6.16
碘帕醇注射液	国药准字 H20203203	注射剂	100ml:37g(l)	2020.5.12-2025.5.11
碘克沙醇注射液	国药准字 H20203432	注射剂	100ml:32g(l)	2020.9.15-2025.8.16
咪康唑氯倍他索乳膏	国药准字 H20073182	乳膏剂	2%	2017.8.18-2022.8.17
复方醋酸地塞米松乳膏	国药准字 H20073181	乳膏剂	复方	2017.8.18-2022.8.17
硝酸咪康唑乳膏	国药准字 H20065676	乳膏剂	2%	2020.9.18-2025.9.17
林可霉素利多卡因凝胶	国药准字 H20065677	凝胶剂	10g:50mg 与 40mg	2020.10.20-2025.10.19

资料来源：上海司太立资产评估报告，德邦研究所

公司已形成了以碘海醇注射液、碘克沙醇注射液、碘帕醇注射液为主要品种的 X 射线非离子型碘造影剂系列产品。这三种注射液均属于化学四类药，其中碘海醇注射液属于 X 线对比剂，可用于心血管造影、动脉造影等，碘克沙醇注射液可用于成人的心血管造影、脑血管造影等，碘帕醇注射液则可用于脊髓神经根造影，脑池造影和脑室造影等。三种注射液均属于处方药，且均被列入国家及省级医保目录。此外，碘海醇注射液已被纳入国家基药目录。

表 15：按细分行业、治疗领域划分的主要药（产）品基本情况（截至 2021 年）

细分行业	主要治疗领域	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	发明专利起止期限	是否属于报告期内推出的新药（产）品	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
造影剂	X 射线造影剂	碘海醇注射液	化药四类	X 线对比剂。可用于心血管造影、动脉造影、尿路造影、静脉造影、CT 增强检查等	是	否	/	否	是	是	是
		碘克沙醇注射液	化学四类	X 线对比剂，用于成人的心血管造影、脑血管造影、外周动脉造影、腹部血管造影等	是	否	/	否	否	是	是
		碘帕醇注射液	化药四类	神经放射学：脊髓神经根造影，脑池造影和脑室造影。血管造影：脑血管造影等	是	否	/	否	否	是	是

资料来源：司太立 2021 年年度报告，德邦研究所

表 16：主要研发项目基本情况

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种（如涉及）	研发（注册）所处阶段
乳布醇注射液	乳布醇注射液	化药 4	磁共振造影剂	是	否	中试放大

钆贝葡胺注射液	钆贝葡胺注射液	化药 4	磁共振造影剂	是	否	注册审评
碘佛醇注射液	碘佛醇注射液	化药 4	X 射线造影剂	是	否	注册审评
碘美普尔注射液	碘美普尔注射液	化药 4	X 射线造影剂	是	否	注册审评
碘海醇注射液	碘海醇注射液	化药 4	X 射线造影剂	是	是	注册审评

资料来源：司太立 2021 年年度报告，德邦研究所

3.3.1. 第五轮集采促进行业洗牌

第五轮集采公司两个品种、三个规格全部中标，预计带来突出业绩增量。第五轮集采中造影剂包括碘海醇注射液、碘克沙醇注射液。其中，碘海醇注射液的中标企业包括 GE、上海司太立、扬子江、北陆药业；碘克沙醇中标企业包括 GE、扬子江、上海司太立以及正大天晴。上海司太立中标的碘海醇注射液包括 100ml: 30g (I) 及 100ml: 35g (I) 两个规格，中选价格分别为 88.05 元及 92.05 元、拟中选数量分别为 42.38 万瓶及 73.02 万瓶；公司中标的碘克沙醇注射液规格为 100ml: 32g(I)，中标价格为 185.01 元、中选数量为 45.72 万瓶。

表 17：第五轮集采碘造影剂拟中选产品的基本情况

产品名称	适应症	规格	拟中选数量	拟中选价格	拟供应省市
碘海醇注射液	X 线对比剂。 可用于心血管 造影、动 脉造影、尿路 造影、静脉造 影、CT 增强检查	100ml: 30g(I)	42.38 万瓶	88.05 元/瓶	河南、四川、河北、 辽宁、贵州、陕西、 山西、海南、黑龙 江、青海。
		100ml: 35g(I)	73.02 万瓶	92.05 元/瓶	山东、河北、广东、 湖南、新疆、山西、 安徽、黑龙江、海 南、福建
碘克沙醇注射液	X 线对比剂， 用于成人的心 血管造 影、脑血管造 影、外周动脉 造影、 腹部血管造影	100ml: 32g(I)	45.72 万瓶	185.01 元/瓶	浙江、湖北、重庆、 江西、福建、云南、 新疆

资料来源：司太立拟中选第五批全国药品集中采购的公告，德邦研究所

此次中标品种预计为公司带来近 4 亿销售额，有望助力上海司太立实现扭亏为盈：1) 根据公司公告及中标量、中标价估算，此次中标的 2 个品种的销售约在 1.9 亿元，按照以往集采实际供应量为约定量的 2 倍以上，预计将为公司带来近 4 亿的销售额；2) 据公司公告，制剂子公司上海司太立 2020 年碘海醇注射液共实现收入 51.8 万元，而碘克沙醇注射液尚未形成销售，此次上海司太立两个造影剂品种中标，将为公司的制剂业务带来大幅的增量，有望助力上海司太立实现扭亏为盈；3) **第五轮集采为定格局之战**：经此一役，国内碘造影剂的制剂格局也将迎来一轮洗牌，将有利于公司上述产品快速打开国内销售市场，提高公司市场占有率，对公司未来经营具有积极影响。

3.4. 扩展 CMO/CDMO 领域，未来预计成为新的业绩增长点

立足于碘造影剂“原料+制剂”领域，拓展 CMO 业务，为公司带来新的业绩增长点。公司目前储备的 CMO 项目主要包括：日本依度沙班抗凝血剂活性物 ILC、医药中间体解痉挛药类药物 CGA、医药中间体 3N 和医药中间体抗菌消毒剂 OPAA。公司拟投入 8993.45 万元，用于建设年产 195 吨定制医药中间体项目，拓展业务领域，预计未来将成为公司新的业绩增长点。

表 18: 公司定制化中间体项目情况

项目	品种	规划产能	投入资金
1	日本依度沙班抗凝血剂活性物 ILC	60 吨	
2	医药中间体解痉挛药类药物 CGA	30 吨	
3	医药中间体 3N	5 吨	8993.45 万元
4	医药中间体抗菌消毒剂 OPAA	100 吨	

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3.5. 夯实原料药核心优势, 加速发展制剂业务

公司经营工作的重心主要集中在: **1) 夯实原料药核心优势:** 针对目前全球碘造影剂产业每年 8% 左右的平均增速, 公司始终坚持持续提高原料药产能, 巩固产能优势; **2) 加速发展制剂业务:** 公司碘海醇注射液、碘克沙醇注射液获第五批集采中标, 预计将于 2021 年迎来制剂业务的放量增长;

图 26: 公司主要经营工作



资料来源: 司太立 2021H1 年度报告, 德邦研究所

公司深耕造影剂领域, 形成了以技术研发、质量管控、EHS 管理等多方面, 系统化的核心竞争力。公司拥有完整的“医药中间体—原料药—制剂”全产业链, 主要产品碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇已形成了全产业链商业化的研发、生产和销售体系; 公司建立了符合 cGMP 和 ICHQ10 标准的质量管理体系; 公司目前拥有江西樟树医药中间体生产基地、浙江仙居和浙江临海医药原料药生产基地、上海金山制剂生产基地四大生产基地, 形成了全产业链的布局优势。

图 27: 公司核心竞争力



资料来源: 司太立 2021H1 年度报告, 德邦研究所

研发注册积极，公司三项产品已通过国家新 4 类药品注册。公司拥有浙江省药物研究院、浙江省企业技术中心等研发技术平台。截至 2021 年，公司研发投入 1.3 亿元，占营业收入的比例为 6.5%，研发投入金额仅次于同行业可比公司普洛药业，占营业收入比例则仅次于奥翔药业。截至 2020 年，公司碘帕醇注射液、碘海醇注射液和碘克沙醇注射液等产品通过国家新 4 类药品注册，碘佛醇及碘美普尔的注册批件目前还在国家药品监督管理局待批。

表 19：同行业公司研发投入情况

同行业可比公司	研发投入金额	研发投入占营业收入比例 (%)	研发投入占净资产比例 (%)	研发投入资本化比重 (%)
普洛药业	47921.6	5.4%	9.5%	6.9%
九洲药业	18849.3	4.6%	4.1%	8.0%
奥翔药业	6882.5	12.1%	5.5%	0
平均研发投入	24551.1			
司太立	12949.0	6.5%	6.0%	3.8%

资料来源：公司 2021 年年度报告，德邦研究所

4. 盈利预测

关键假设：

- 1) **碘造影剂原料药业务**：公司原料药产品目前处于供不应求的状态，随着公司新产能的逐步落地，公司原料药业务将持续增长，我们预计未来三年公司碘造影剂原料药业务的同比增速将分别达到：25.7%/33.4%/26.1%。
- 2) **碘造影剂制剂业务**：公司碘海醇及碘克沙醇被纳入第五轮集采、目前执行情况良好，我们预计 22 年将执行 400 万瓶的总量，预计未来三年公司碘造影剂制剂业务的同比增速将分别达到：90%/32%/20%。
- 3) **其他业务**：公司立足于碘造影剂“原料+制剂”领域，拓展 CMO 业务，目前有四个定制中间体产能建设，未来将为公司带来新的业绩增长点，预计未来三年公司其他业务的同比增速将分别达到：57%/24.6%/17.8%。

表 20：盈利预测（百万元）

	2019	2020	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	1308.8	1367.1	1999.9	2715.9	3574.6	4433.5
YoY	47.0%	4.5%	46.3%	35.8%	31.6%	24.0%
碘造影剂						
收入	1164.6	1213.6	1,743.1	2,331.3	3,102.6	3,882.5
YoY	56.1%	4.2%	43.6%	33.7%	33.1%	25.1%
其中:碘造影剂原料药						
收入	978.0	902.0	1,194.4	1,501.0	2,002.0	2,525.0
YoY	54.9%	-7.8%	32.4%	25.7%	33.4%	26.1%
其中:碘造影剂中间体						
收入	186.6	311.6	348.7	450.3	600.6	757.5
YoY		67.0%	11.9%	29.1%	33.4%	26.1%
其中:碘造影剂制剂						
收入			200	380	500	600
YoY				90%	32%	20%
喹诺酮类原料药						
收入	80.2	83.6	35.5	37.3	39.2	41.1
YoY	-19.8%	4.2%	-57%	5%	5%	5%
其他业务						
收入	64.0	69.9	221.3	347.3	432.8	509.8
YoY		9.2%	216.4%	57.0%	24.6%	17.8%

资料来源：司太立年度报告，德邦研究所

盈利预测与投资建议：

我们预计 2022-2023 年公司营收分别为 27.2/35.8 亿元、归母净利润分别为 4.9/6.7 亿元。公司作为国内碘造影剂原料药龙头企业，凭借“原料药+制剂”双轮驱动的商业模式，公司业绩增长亮眼，同时公司布局了 CMO 业务，预计未来将贡献突出业绩，保证公司长期可持续性发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
天宇股份	112.1	32.2	4.6	6.7	8.3	24.4	16.7	13.4
普洛药业	231.6	19.7	11.9	15.2	19.2	19.5	15.2	12
博瑞医药	87.1	21.2	3.2	4.4	5.9	26.8	19.6	14.6
PE 均值						23.6	17.2	13.3

司太立	112.6	46.0	4.9	6.7	8.6	23.0	16.8	13.2
-----	-------	------	-----	-----	-----	------	------	------

资料来源: wind 一致预期, 德邦研究所

注: 更新日期为 2022 年 5 月 5 日, 除司太立外其他公司盈利预测取自 wind 一致预期

5. 风险提示

1) 制剂销售风险:

目前,公司已向制剂业务的进行转型和布局,然而随着全国药品集中采购政策推广至全国,从历次中标结果看,入围和中选的药品价格均出现大幅下降,涉及的药品种类也进一步增加。因中标企业将取得较大市场份额,对未中标医药企业盈利能力将产生不利影响。此外,进入国家医保目录的药品,可使用医保基金报销,从而可大幅放量,促进销售。未来,如果公司制剂产品未进入医保目录,或未在全国药品集中采购的招投标中竞标成功,有可能造成药品销售萎缩,从而给公司的经营业绩带来不利影响。

2) 研发风险:

药品研发高投入、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。

3) 原材料价格风险:

公司产品的主要原材料为碘,因碘属于大宗交易物品且主要依赖进口,因此公司与海外指定供应商建立长期合作关系,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大幅波动,影响公司生产成本的风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	1.32	2.00	2.74	3.50
每股净资产	8.88	10.87	13.61	17.11
每股经营现金流	2.08	4.29	5.08	5.87
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05
价值评估(倍)				
P/E	49.24	23.04	16.77	13.15
P/B	7.32	4.23	3.38	2.69
P/S	5.63	4.15	3.15	2.54
EV/EBITDA	27.22	9.52	7.54	6.13
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.4%	40.3%	40.3%	40.2%
净利润率	16.2%	18.0%	18.8%	19.3%
净资产收益率	14.9%	18.4%	20.1%	20.4%
资产回报率	6.6%	8.9%	10.5%	11.4%
投资回报率	9.5%	12.3%	14.3%	15.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	46.3%	35.8%	31.6%	24.0%
EBIT 增长率	29.8%	42.2%	32.5%	24.8%
净利润增长率	35.6%	51.0%	37.4%	27.5%
偿债能力指标				
资产负债率	54.8%	50.4%	46.2%	42.0%
流动比率	1.1	1.3	1.6	1.8
速动比率	0.8	1.0	1.2	1.4
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	99.3	99.0	99.0	99.0
存货周转天数	150.9	150.0	150.0	150.0
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
固定资产周转率	1.4	2.3	3.8	6.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	324	489	672	857
少数股东损益	6	30	41	53
非现金支出	172	642	681	684
非经营收益	63	67	60	53
营运资金变动	-56	-176	-209	-209
经营活动现金流	509	1,052	1,245	1,437
资产	-297	-575	-588	-590
投资	-54	-20	-20	-20
其他	68	6	8	10
投资活动现金流	-282	-589	-600	-600
债权募资	-155	-115	-115	-115
股权募资	3	0	0	0
其他	-150	-73	-68	-62
融资活动现金流	-302	-188	-183	-177
现金净流量	-75	275	462	660

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 5 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,000	2,716	3,575	4,433
营业成本	1,252	1,620	2,136	2,652
毛利率%	37.4%	40.3%	40.3%	40.2%
营业税金及附加	16	26	34	42
营业税金率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	20	27	35	43
营业费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	131	171	225	279
管理费用率%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
研发费用	125	166	222	275
研发费用率%	6.2%	6.1%	6.2%	6.2%
EBIT	467	665	880	1,099
财务费用	72	73	68	62
财务费用率%	3.6%	2.7%	1.9%	1.4%
资产减值损失	-3	-45	-45	-45
投资收益	7	6	8	10
营业利润	400	622	854	1,089
营业外收支	-4	0	0	0
利润总额	395	622	854	1,089
EBITDA	627	1,261	1,516	1,738
所得税	66	103	141	180
有效所得税率%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
少数股东损益	6	30	41	53
归属母公司所有者净利润	324	489	672	857

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	776	1,051	1,513	2,172
应收账款及应收票据	544	737	970	1,203
存货	518	666	878	1,090
其它流动资产	225	275	338	401
流动资产合计	2,062	2,728	3,698	4,865
长期股权投资	120	140	160	180
固定资产	1,418	1,183	946	742
在建工程	371	536	676	781
无形资产	231	234	238	243
非流动资产合计	2,834	2,787	2,714	2,640
资产总计	4,895	5,515	6,412	7,505
短期借款	927	912	897	882
应付票据及应付账款	591	763	1,006	1,249
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	368	411	467	523
流动负债合计	1,886	2,087	2,371	2,655
长期借款	747	647	547	447
其它长期负债	48	48	48	48
非流动负债合计	795	695	595	495
负债总计	2,681	2,781	2,965	3,149
实收资本	245	245	245	245
普通股股东权益	2,175	2,664	3,336	4,192
少数股东权益	40	70	111	164
负债和所有者权益合计	4,895	5,515	6,412	7,505

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。