

天宇股份(300702)

报告日期: 2022年10月26日

期待盈利能力修复的拐点

——天宇股份 2022 年三季度报点评

投资要点

□ 业绩表现: 收入增速稳健, 短期利润承压

2022Q1-Q3: 公司实现营业收入 20.84 亿元, 同比增长 7.5%; 归母净利润 0.39 亿元, 同比下降 81.2%; 扣非归母净利润 0.80 亿元, 同比下降 54.5%; 净利率 1.9%, 同比减少 8.8pct。

2022Q3: 公司实现营业收入 6.10 亿元, 同比增长 6.6%; 归母净利润-0.56 亿元, 同比下降 321.0%; 扣非归母净利润-0.25 亿元, 同比下降 254.2%; 净利率-9.2%, 同比减少 13.6pct。

□ 成长性分析: API 业务恢复、制剂贡献增量、CDMO 项目结构调整

仿制药原料药及中间体业务: 公司在规范市场的原料药销售稳健提升, 根据半年报, 上半年公司在欧、美、日、韩、中国等规范市场的原料药销售收入 6.88 亿 (+19.0%)。展望 2022-2024 年, 我们预计仿制药原料药及中间体业务收入增长来自于: ①原研药企商业化供应增加 (根据中报“公司已开始阿齐沙坦、厄贝沙坦的 API 原研商业化供应, 下半年还将为原研药企开展 3 个 API 的验证批供应”); ②新原料药品种逐步贡献增量 (根据中报“完成 8 个产品的中试及试生产和 4 个产品的验证”)。

CDMO 原料药及中间体业务: 根据半年报, 上半年公司 CDMO 收入 1.85 亿元 (-39.6%), 主要系“默沙东客户需求萎缩, 导致订单下降”。我们预计随商业化项目加速落地, CDMO 业务有望恢复快速增长 (根据中报“公司在研 CDMO 项目 21 个, 其中待验证项目 9 个, 已完成研发待商业化项目 4 个”)。

制剂业务: 根据半年报, 截至 2022 年 6 月 30 日, 公司已获批 6 个仿制药品种, 随着仿制药新品种获批、OTC 渠道合作深化, 我们预计 2022-2024 年制剂业务保持较高的增速。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持续获批下拓展天花板。

□ 盈利能力: 静待净利润率修复的拐点

2022Q3 毛利率为 23.0%, 同比下降 11.53pct, 我们预计 Q3 毛利率下降亦受仿制药原料药及中间体原材料涨价及产利用率较低、完工产品分摊固定成本较高影响, 展望 2023 年, 我们预计在厂区整合、原材料成本结构变化等因素作用下, 综合毛利率有所提升。费用率看, 2022Q3 管理费用率 15.5%, 同比下降 4.5pct, 我们预计主要系因为股权激励费用等减少; 财务费用率-2.3%, 同比下降 2.4pct, 我们预计主要系汇兑收益增加影响; 研发费用率 9.9%, 同比上升 0.8pct; 销售费用率 2.4%, 同比上升 0.7pct; 此外, 公司 Q3 投资收益亏损 1998 万元、同比下降 340.5%, 公允价值变动亏损 1969 万元, 同比下降 2083.2%, 主要系由套保产生的对冲性金融工具亏损; 以上因素影响下, 公司 2022Q3 净利率同比下降 13.6pct。综合考虑公司毛利率变动、产能释放节奏等因素, 我们预计 2022 年净利率将有所下降, 2023-2024 年随着原材料成本回落、新项目推进下产能利用率从提升, 净利润率有望有所修复。

□ 盈利预测与估值

综合考虑三季度报原材料涨价、产能利用率、个别客户订单及项目进度影响, 我们下调公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.18、0.45 和 0.9 元/股 (前值分别为 1.15、1.45 和 1.81 元/股), 2022 年 10 月 26 日收盘价对应 2022 年 131 倍 PE。我们建议关注公司 CDMO 项目&客户结构优化、API 及中间体规模效应提升下毛利率修复趋势, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

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; 医药监管政策变化风险。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 孙建

执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 毛雅婷

执业证书号: S1230522090002
maoyating@stocke.com.cn

研究助理: 盖文化

gaiwenhua@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 23.91
总市值(百万元)	8,320.13
总股本(百万股)	347.98

股票走势图



相关报告

- 1 《天宇股份 2021 年报及 2022 年一季报点评: 季度环比改善, 2022 年新起点》 2022.04.24
- 2 《天宇股份 2021 年三季报点评: 盈利渐修复, 待 CMO 弹性》 2021.10.23
- 3 《天宇股份 2020 年报及 2021 一季报点评: 能力过渡期, 增长新起点》 2021.04.21

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2545	2728	3208	3771
(+/-) (%)	-1.6%	7.2%	17.6%	17.6%
归母净利润	205	67	166	329
(+/-) (%)	13.9%	-67.2%	147.6%	97.8%
每股收益(元)	0.59	0.18	0.45	0.90
P/E	42.87	130.66	52.77	26.67

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)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2832	2705	2832	3213
现金	477	785	642	754
交易性金融资产	73	0	0	0
应收账款	457	389	444	512
其它应收款	6	3	3	4
预付账款	41	57	66	74
存货	1599	1339	1531	1717
其他	180	132	147	153
非流动资产	2968	3451	3616	3715
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	42	42	42	42
固定资产	1870	2284	2407	2452
无形资产	375	443	530	624
在建工程	491	548	486	440
其他	191	134	151	157
资产总计	5801	6157	6448	6928
流动负债	1877	1492	1798	2128
短期借款	423	100	195	334
应付款项	1173	1148	1313	1471
预收账款	0	14	16	19
其他	282	231	274	303
非流动负债	214	172	175	179
长期借款	97	97	97	97
其他	117	75	78	82
负债合计	2091	1664	1973	2306
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3709	4493	4476	4621
负债和股东权益	5801	6157	6448	6928

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2545	2728	3208	3771
营业成本	1612	1913	2188	2452
营业税金及附加	22	22	26	30
营业费用	32	55	64	75
管理费用	436	437	481	528
研发费用	227	246	289	339
财务费用	18	33	26	33
资产减值损失	30	8	4	3
公允价值变动损益	(13)	(13)	(13)	(13)
投资净收益	66	66	66	66
其他经营收益	20	20	20	20
营业利润	240	89	203	382
营业外收支	(22)	(14)	(18)	(16)
利润总额	218	75	185	366
所得税	14	7	18	37
净利润	205	67	166	329
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	205	67	166	329
EBITDA	438	234	358	558
EPS (最新摊薄)	0.59	0.18	0.45	0.90

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	-1.64%	7.21%	17.57%	17.55%
营业利润	-69.95%	-62.98%	128.06%	88.26%
归属母公司净利润	13.89%	-67.19%	147.59%	97.85%
获利能力				
毛利率	36.65%	29.89%	31.80%	34.97%
净利率	8.04%	2.46%	5.18%	8.72%
ROE	5.64%	1.64%	3.71%	7.23%
ROIC	5.44%	2.04%	3.94%	7.01%
偿债能力				
资产负债率	36.05%	27.03%	30.59%	33.29%
净负债比率	29.33%	14.23%	17.29%	21.32%
流动比率	1.51	1.81	1.58	1.51
速动比率	0.66	0.92	0.72	0.70
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.46	0.51	0.56
应收账款周转率	6.01	6.30	7.21	7.20
应付账款周转率	3.09	3.04	3.56	3.52
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.18	0.45	0.90
每股经营现金	-0.71	1.44	0.52	0.99
每股净资产	10.66	12.24	12.20	12.59
估值比率				
P/E	42.87	130.66	52.77	26.67
P/B	2.24	1.95	1.96	1.90
EV/EBITDA	38.59	35.12	23.66	15.25

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	(262)	528	192	365
净利润	205	67	166	329
折旧摊销	186	127	147	160
财务费用	18	33	26	33
投资损失	(66)	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	268	61	108	83
其它	(873)	306	(190)	(174)
投资活动现金流	(802)	(528)	(230)	(186)
资本支出	(763)	(590)	(200)	(150)
长期投资	(33)	0	0	0
其他	(7)	62	(30)	(36)
筹资活动现金流	230	309	(106)	(66)
短期借款	221	(323)	95	139
长期借款	49	0	0	0
其他	(40)	632	(201)	(205)
现金净增加额	(835)	309	(144)	113

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>