

司太立 (SH:603520)

造影剂原料药制剂一体化逻辑兑现, CDMO 打开第二增长曲线

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季度报告: 2021 年收入 20.00 亿元, 归母 3.24 亿元, 扣非归母 3.08 亿元, 同比分别增长 46.29%、35.62%、30.04%; 2022Q1 收入 5.17 亿元, 归母 0.8 亿元, 扣非归母 0.73 亿元, 同比分别增长 42.08%、24.27%、22.86%。

□ 造影剂系列: 2021 年收入 17.43 亿元, 同比增长 43.63%, 原料药制剂一体化逻辑兑现, 2022 年制剂板块预计扭亏为盈。

■ 原料药中间体随产能布局放量: 公司 2021 年造影剂中间体原料药收入 15.24 亿元, 同比增长 26.85%。江西和海神募投中间体及原料药项目已完成厂房建设, 进入机电安装及试生产阶段, 随着项目的建设加速, 预计产能进一步释放。

■ 造影剂制剂: 中选全国集采+山东集采奠定制剂发展基础, 2021 年实现收入 2.19 亿元, 2022 年有望继续中选碘帕醇注射液。1) 碘海醇、碘克沙醇注射液: 公司 2021 年 2 月 1 日山东省首批药品集中带量采购开始执行, 公司的碘海醇注射液和碘克沙醇注射液中选。2021 年 6 月, 公司的碘海醇注射液和碘克沙醇注射液中选国家集采, 并于 2021 年 10 月开始在全国执行。根据我们测算, 集采约定量为 161 万瓶, 公司于 2021 年通过国采已实现 135 万瓶销售, 预计整体将实现远高于集采约定量的销售。2) 碘帕醇注射液国产纳入集采, 国产替代空间大: 已纳入第七批国家集采, 根据 Wind 样本医院数据, 2021 年原研博莱科市占率 81%, 国产替代空间大, 公司有望凭借原料药优势获得更大的市场空间。3) 新品种研发朝造影剂领域产品大满贯的目标迈进: 2021 年分别完成碘美普尔注射液和碘佛醇注射液发补补充资料递交, 并接受现场检查; 2021 年 12 月向 CDE 递交利贝葡胺注射液的注册申请, 扩大造影剂产品领域。

□ CMO/CDMO: 公司于年报首次拆分 CDMO 板块收入, 2021 年收入 4502 万元, 预计 2022 年实现高增长, 未来打开第二增长曲线。公司依托在特色原料药领域积累的技术和客户资源, 从研发端和 BD 端升级, 培育专业的 CMO/CDMO 平台, 开拓新的业绩增长点。

□ 盈利预测与投资建议: 我们看好公司造影剂原料药随着产能提升放量、制剂通过集采快速增长、CDMO/CMO 高增长, 预计 2022-2024 归母净利润 4.9/6.86/8.92 亿元, PE 22/16/12X, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ 风险提示: 产能建设、疫情影响、上游涨价、汇率波动、生产等风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1367	2000	2940	4076	4944
同比增长	4%	46%	47%	39%	21%
营业利润(百万元)	294	400	603	843	1095
同比增长	28%	36%	51%	40%	30%
归母净利润(百万元)	239	324	490	686	892
同比增长	40%	36%	51%	40%	30%
每股收益(元)	0.97	1.32	2.00	2.80	3.64
PE	45.0	33.2	21.9	15.7	12.0
PB	5.9	4.9	4.0	3.4	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐-A (维持)

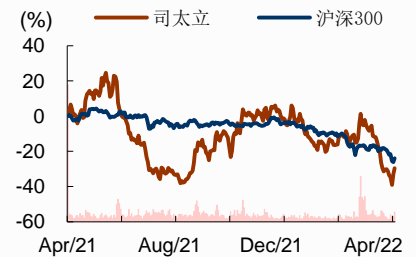
消费品/医药生物
目标估值: NA
当前股价: 43.82 元

基础数据

总股本(万股)	24502
已上市流通股(万股)	24443
总市值(亿元)	107
流通市值(亿元)	107
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	55.7%
主要股东	胡锦涛
主要股东持股比例	20.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-32	-25	-35
相对表现	-22	-1	-9



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《司太立 (603520) — 业绩符合预期, 四季度预计原料药、制剂将双双放量》2021-11-01
- 2、《司太立 (603520) — 碘海醇和碘克沙醇拟中选集采, 制剂一体化带来新增量》2021-06-23
- 3、《司太立 (603520) — 产能释放+制剂一体化, 业绩将迎高速增长》2021-05-01

许菲菲 S1090520040003

✉ xufeifei@cmschina.com.cn

孙炜 S1090520030002

✉ sunwei7@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1934	2062	2560	3417	3454
现金	799	776	748	929	500
交易性投资	131	70	50	50	50
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	298	544	771	1070	1297
其它应收款	3	13	19	26	32
存货	537	518	763	1053	1226
其他	166	142	209	289	349
非流动资产	2473	2834	2870	2903	2835
长期股权投资	100	120	120	120	120
固定资产	1451	1418	1425	1432	1439
无形资产商誉	727	765	789	810	729
其他	195	531	536	542	548
资产总计	4406	4895	5429	6321	6289
流动负债	1526	1886	2021	2461	1727
短期借款	828	927	900	1000	163
应付账款	296	591	885	1221	1422
预收账款	0	5	8	11	12
其他	402	363	229	229	130
长期负债	1016	795	695	595	595
长期借款	993	747	647	547	547
其他	23	48	48	48	48
负债合计	2542	2681	2716	3056	2322
股本	245	245	245	245	245
资本公积金	952	1113	1113	1113	1113
留存收益	627	817	1307	1845	2532
少数股东权益	41	40	49	61	78
归属于母公司所有者权益	1824	2175	2665	3203	3890
负债及权益合计	4406	4895	5429	6321	6289

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	174	509	549	656	912
净利润	239	324	490	686	892
折旧摊销	129	158	222	224	226
财务费用	71	75	101	92	65
投资收益	(3)	(7)	(23)	(22)	(24)
营运资金变动	(276)	(38)	(261)	(352)	(275)
其它	14	(3)	21	28	28
投资活动现金流	(312)	(282)	(215)	(236)	(134)
资本支出	(153)	(304)	(258)	(258)	(158)
其他投资	(159)	22	43	22	24
筹资活动现金流	538	(302)	(362)	(239)	(1208)
借款变动	16	(294)	(261)	0	(937)
普通股增加	77	0	0	0	0
资本公积增加	571	161	0	0	0
股利分配	(59)	(122)	0	(147)	(206)
其他	(67)	(46)	(101)	(92)	(65)
现金净增加额	400	(75)	(28)	181	(429)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1367	2000	2940	4076	4944
营业成本	766	1252	1874	2587	3013
营业税金及附加	13	16	23	32	38
营业费用	10	20	21	34	54
管理费用	140	131	173	249	346
研发费用	88	125	159	253	346
财务费用	69	72	101	92	65
资产减值损失	(5)	(13)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	15	23	20	19	21
投资收益	2	4	3	3	3
营业利润	294	400	603	843	1095
营业外收入	15	2	2	2	2
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	304	395	599	838	1091
所得税	50	66	100	140	182
少数股东损益	15	6	9	13	17
归属于母公司净利润	239	324	490	686	892

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	4%	46%	47%	39%	21%
营业利润	28%	36%	51%	40%	30%
归母净利润	40%	36%	51%	40%	30%
获利能力					
毛利率	44.0%	37.4%	36.3%	36.5%	39.1%
净利率	17.5%	16.2%	16.7%	16.8%	18.0%
ROE	13.1%	14.9%	18.4%	21.4%	22.9%
ROIC	7.7%	9.5%	13.4%	15.8%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	57.7%	54.8%	50.0%	48.3%	36.9%
净负债比率	47.3%	39.0%	30.3%	26.1%	11.3%
流动比率	1.3	1.1	1.3	1.4	2.0
速动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
存货周转率	1.6	2.4	2.9	2.8	2.6
应收账款周转率	5.1	4.8	4.5	4.4	4.2
应付账款周转率	2.6	2.8	2.5	2.5	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.97	1.32	2.00	2.80	3.64
每股经营净现金	0.71	2.08	2.24	2.68	3.72
每股净资产	7.45	8.88	10.88	13.07	15.87
每股股利	0.50	0.00	0.60	0.84	1.09
估值比率					
PE	45.0	33.2	21.9	15.7	12.0
PB	5.9	4.9	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	25.2	19.8	13.1	10.5	8.7

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。

孙 炜 生物医药行业首席分析师

复旦大学金融学硕士，6 年卖方研究经验，3 年医疗咨询和 PE 投资经历。2020 年 2 月加入招商证券，曾先后在国金证券、康桥资本担任分析师。

许菲菲 生物医药行业分析师

复旦大学经济学学士、哥伦比亚大学运筹学硕士，6 年卖方研究经验，2020 年 4 月加入招商证券，此前就职于国金证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。