

20H1 业绩超预期，缬沙坦降价影响小

——天宇股份 (300702.SZ) 2020 年中期预告点评

公司简报

◆事件：

公司发布 20H1 半年业绩预告：归母净利润为 3.55-4.30 亿元，相比上年同期增长 39.73%-69.25%（中值 3.93 亿元，同比增长 54.49%）。

◆点评：

20Q2 单季净利润创历史新高，全年业绩有望超预期。以中值计算，20Q2 单季净利润为 2.26 亿元，相比 19Q2 同比增长 79.5%，相比 20Q1 环比增长 35.7%，创历史新高，超出我们的预期，主要得益于沙坦类原料药市场占有率进一步提升，保持持续增长，销售毛利率保持稳定，规模效应带动净利率提升。全年来看，沙坦类原料药目前仍处在快速放量过程中，尤其是奥美沙坦和坎地沙坦将在今年迅速放量，目前其产能为 50 吨，价格是其其他沙坦类的 5-6 倍，有望带动原料药业务快速增长，全年有望实现超过 30% 的增长；CMO 业务，预计在下半年开始显著贡献利润，全年业务收入约为 1 亿元，我们预计公司全年业绩有望超出市场预期。

沙坦类原料药价格下降对公司影响小，CMO 有望实现跨越式发展。我们一再强调沙坦类原料药价格下降对公司影响有限，主要是基于：（1）公司目前供应客户以规范市场为主，价格稳定；（2）公司具有沙坦类原料药的全产业链（中间体+原料药），具有良好的成本控制能力。CMO 方面，募投产能建设基本完成，与第一三共合作的赛洛多辛目前正在快速放量。我们对公司 2020 年定增募投项目品种进行梳理后发现，除了沙坦类原料药外，公司还积极布局阿帕替尼、吡咯替尼、艾瑞昔布和依度沙班等极具潜力品种，其中不乏恒瑞以及一些国际大药企的身影，其中有 15 个品种完成工艺验证，项目储备丰富，我们认为公司的 CMO 业务有望实现跨越式发展。

◆盈利预测与估值：

公司是沙坦类原料药龙头，后续储备项目丰富，我们预计随着原料药产能的不断扩张以及募投 CMO 业务产能的投产，公司业绩将保持快速增长。我们维持公司 20-22 年 EPS 为 4.27/5.26/6.23 元，分别同比增长 33%/23%/18%，现价对应 20-22 年 PE 为 27/22/19，维持“买入”评级。

◆风险提示：

行业竞争加剧导致原料药价格下跌；CMO 业务放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,467	2,111	2,763	3,390	3,976
营业收入增长率	23.45%	43.88%	30.90%	22.69%	17.31%
净利润（百万元）	164	586	778	958	1,135
净利润增长率	63.36%	257.89%	32.83%	23.09%	18.47%
EPS（元）	0.90	3.21	4.27	5.26	6.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.31%	28.75%	28.56%	26.96%	25.04%
P/E	129	36	27	22	19
P/B	14.5	10.3	7.7	5.9	4.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 7 月 14 日

买入（维持）

当前价/目标价：115.57/120.00 元

分析师

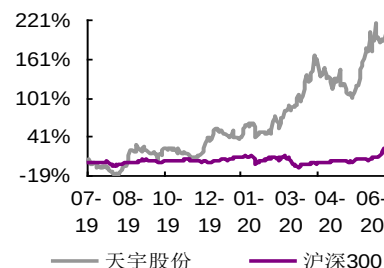
林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）
021-52523872
songshuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：1.82
总市值(亿元)：210.59
一年最低/最高(元)：28.77/120.84
近 3 月换手率：119.46%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.57	-5.54	202.18
绝对	15.50	22.52	228.38

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,467	2,111	2,763	3,390	3,976
营业成本	876	926	1,223	1,506	1,774
折旧和摊销	83	101	97	107	117
税金及附加	13	21	28	33	39
销售费用	37	44	63	78	88
管理费用	238	316	408	494	571
研发费用	79	112	148	181	213
财务费用	6	5	-6	-10	-18
投资收益	5	-11	0	0	0
营业利润	196	688	914	1,120	1,329
利润总额	189	684	910	1,115	1,325
所得税	26	98	132	158	190
净利润	164	586	778	958	1,135
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	164	586	778	958	1,135
EPS(按最新股本计)	0.90	3.21	4.27	5.26	6.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	79	428	690	822	1,093
净利润	164	586	778	958	1,135
折旧摊销	83	101	97	107	117
净营运资金增加	87	146	278	334	238
其他	-255	-405	-464	-577	-397
投资活动产生现金流	-91	-160	-451	-484	-437
净资本支出	-180	-353	-250	-250	-250
长期投资变化	0	0	-200	-200	-200
其他资产变化	88	194	-1	-34	13
融资活动现金流	143	-469	69	-236	-143
股本变化	62	0	0	0	0
债务净变化	146	-430	120	-137	-25
无息负债变化	218	51	198	246	204
净现金流	133	-197	308	102	513

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	40.3%	56.1%	55.7%	55.6%	55.4%
EBITDA 率	20.5%	39.3%	36.2%	36.2%	36.1%
EBIT 率	14.7%	34.3%	32.7%	33.1%	33.2%
税前净利润率	12.9%	32.4%	32.9%	32.9%	33.3%
归母净利润率	11.2%	27.8%	28.2%	28.3%	28.5%
ROA	6.2%	20.6%	20.2%	20.0%	19.1%
ROE (摊薄)	11.3%	28.8%	28.6%	27.0%	25.0%
经营性 ROIC	10.1%	26.9%	28.7%	30.4%	32.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	45%	28%	29%	26%	24%
流动比率	1.41	2.01	2.07	2.41	2.77
速动比率	0.88	0.83	1.17	1.33	1.60
归母权益/有息债务	2.99	37.83	15.69	98.04	411.95
有形资产/有息债务	5.10	49.59	20.88	124.66	511.91

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	2,629	2,840	3,845	4,781	5,938
货币资金	346	142	450	552	1,065
交易性金融资产	0	0	1	0	0
应收账款	313	322	498	617	682
应收票据	47	0	47	55	44
其他应收款 (合计)	2	2	3	4	4
存货	603	872	925	1,206	1,488
其他流动资产	241	89	154	186	156
流动资产合计	1,585	1,481	2,126	2,688	3,525
其他权益工具	0	11	11	11	11
长期股权投资	0	0	197	397	597
固定资产	668	940	975	1,015	1,055
在建工程	165	217	268	306	334
无形资产	150	166	212	257	302
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	7	1	8	14	2
非流动资产合计	1,045	1,359	1,719	2,093	2,413
总负债	1,183	803	1,120	1,229	1,407
短期借款	474	42	163	25	0
应付账款	316	286	380	492	559
应付票据	191	277	310	387	478
预收账款	24	27	28	45	48
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	1,120	737	1,027	1,116	1,273
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	43	78	98	119
非流动负债合计	62	66	93	113	134
股东权益	1,446	2,037	2,724	3,552	4,531
股本	182	182	182	182	182
公积金	748	799	799	799	799
未分配利润	550	1,083	1,769	2,598	3,576
归属母公司权益	1,446	2,037	2,724	3,552	4,531
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.55%	2.06%	2.30%	2.31%	2.22%
管理费用率	16.25%	14.97%	14.77%	14.57%	14.37%
财务费用率	0.44%	0.22%	-0.22%	-0.29%	-0.45%
研发费用率	5.42%	5.32%	5.37%	5.34%	5.36%
所得税率	14%	14%	15%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.15	0.50	0.71	0.86	1.01
每股经营现金流	0.43	2.35	3.78	4.51	6.00
每股净资产	7.95	11.18	14.95	19.49	24.86
每股销售收入	8.06	11.58	15.16	18.60	21.82

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	129	36	27	22	19
PB	14.5	10.3	7.7	5.9	4.6
EV/EBITDA	71.7	25.8	21.0	16.8	14.0
股息率	0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼