

司太立 (603520) 事项点评

集采中标促进制剂放量，API+制剂一体化逻辑持续兑现

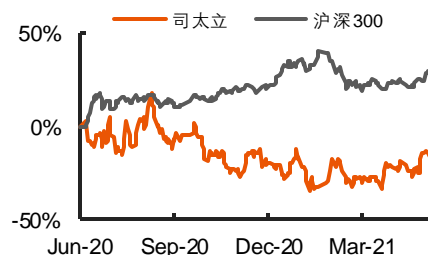
推荐 (维持)

现价: 74.8 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.starypharm.com
大股东/持股	胡锦涛/20.53%
实际控制人	胡锦涛、胡健
总股本(百万股)	245
流通 A 股(百万股)	244
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	183.19
流通 A 股市值(亿元)	182.70
每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	54.9

行情走势图



相关研究报告

- 《司太立*603520*新增产能有望快速释放，集采助力制剂业务腾飞》 2021-04-28
- 《司太立*603520*Q3 业绩保持韧性，仙居厂区全面复产在即》 2020-10-30
- 《司太立*603520*2020H1 业绩持续高增长，下半年制剂开始贡献增量》 2020-08-28
- 《司太立*603520*股权激励出台提升员工积极性，高解锁条件体现发展信心》 2020-08-19

证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
yeyin757@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司公告碘海醇、碘克沙醇在第五批全国药品集采中中标。

平安观点:

- **碘海醇、碘克沙醇降幅分别在 60%和 70%左右，符合预期**：根据公司公告，第五批集采公司碘海醇 100ml:30g(I)和 100ml:35g(I)规格中标价分别为 88.05 元/瓶、92.05 元/瓶，较最高有效申报价降幅分别为 59.57%、57.74%；而碘克沙醇 100ml:32g(I)规格中标价为 185.01 元/瓶，较最高有效申报价降幅 70.68%。本次两个品种价格降幅基本符合之前预期。
- **第五批集采品种有望贡献超 5 亿元收入，超 1 亿元利润**：根据我们的测算，公司拟中选数量对应碘海醇和碘克沙醇销售规模分别为 1.05 亿和 8459 万元。而本次集采碘海醇和碘克沙醇报量分别约为实际的 63%和 46%，按报量比例放大后对应规模分别为 1.66 亿和 1.84 亿元。假设约定采购量外市场也被中标企业瓜分，则司太立碘海醇和碘克沙醇有望分别贡献 2.37 亿和 2.30 亿元，合计 4.67 亿元收入。而考虑到碘海醇 100ml:30g(I)和 100ml:35g(I)是按两个品种集采，司太立全都中标且均为 3 家中标，因此司太立实际销售有望超过 5 亿元。假设净利率在 20%左右，则碘海醇和碘克沙醇集采可贡献 1 个亿利润。
- **公司制剂业务有望迎来爆发，或刺激 API 进一步放量**。目前公司具有碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇三个制剂品种，且碘佛醇、碘美普尔处于注册发补阶段，即将上市，后续陆续有包括钆类造影剂在内的多个制剂品种提交注册申请。公司已经成为国内最具竞争力的造影剂制剂企业之一，制剂业务有望迎来快速发展，API 也有望随之放量。一方面，公司制剂销售直接带动 API 销售；另一方面，集采对终端格局的影响会提升公司 API 销售份额。比如碘海醇，本次集采前 GE 和扬子江销售量占比约 74%（换算成 100ml:30g(I)规格），集采后司太立 API 占比有望提升至 50%左右。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,309	1,367	1,939	2,621	3,223
YoY (%)	47.0	4.5	41.8	35.2	23.0
净利润(百万元)	170	239	449	621	815
YoY (%)	81.8	40.2	88.0	38.4	31.3
毛利率 (%)	42.7	44.0	46.9	49.2	49.2
净利率 (%)	13.0	17.5	23.2	23.7	25.3
ROE (%)	17.8	13.6	21.0	23.6	24.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.97	1.83	2.54	3.33
P/E(倍)	107.5	76.7	40.8	29.5	22.5
P/B(倍)	18.4	10.0	8.5	6.9	5.4

- **公司 API+制剂一体化逻辑逐步兑现，维持“推荐”评级：**2021 年为公司制剂放量元年，伴随更多制剂品种获批上市，公司 API+制剂一体化逻辑逐步兑现。考虑到 API 新产能释放+制剂放量+海外扩展，看好公司长期发展。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83 元、2.54 元、3.33 元的预测，当前股价对应 2021 年 PE 为 41 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 市场竞争风险：目前公司在碘造影剂 API 领域龙头地位稳固，若竞争对手造影剂 API 产能投产，将加剧市场竞争。2) 研发风险：由于新品种研发具有较大不确定性，因此存在获批时间不及预期的风险。3) 海外开拓风险：若制剂或原料药海外业务推广进度存在不及预期风险。

第五批集采碘海醇、碘克沙醇报量在一半左右。按 2020 年 PDB 均价计算，第五批集采碘海醇和碘克沙醇约定采购量对应市场规模分别为 17 亿和 23.08 亿元。因 2020 年受疫情影响，我们假设 2019 年样本医院放大市场规模为实际销售规模，则碘海醇、碘克沙醇分别为 27.09 亿和 49.71 亿元。可知，第五批集采碘海醇、碘克沙醇报量约为实际的 63%和 46%。

图表1 第五批集采碘海醇、碘克沙醇约定采购量对应的市场规模测算

品种	规格	约定采购量(万瓶)	最高有效申报价(元/瓶)	2020年PDB均价(元/瓶)	最高有效申报价对应规模(万元)	PDB均价对应规模(万元)
碘海醇	10ml:3g(l)	1.6085	37.3700	48.7566	60	78
	20ml:6g(l)	12.5954	63.5290	68.8527	800	867
	50ml:15g(l)	75.3912	128.1176	132.0054	9659	9952
	75ml:22.5g(l)	4.0296	174.7483	155.2353	704	626
	100ml:30g(l)	208.8244	217.8000	211.4180	45482	44149
	500ml:150g(l)	0.0050	746.6958		4	0
	20ml:7g(l)	2.7526	63.5290	91.2514	175	251
	50ml:17.5g(l)	178.7840	128.1176	155.3930	22905	27782
	75ml:26.25g(l)	0.2160	174.7483		38	0
	100ml:35g(l)	308.0966	217.8000	279.8852	67103	86232
	200ml:70g(l)	0.1584	370.2600	544.9000	59	86
500ml:175g(l)	0.0050	746.6958		4	0	
合计					146993	170023
碘克沙醇	50ml:16g(l)	86.9016	371.1765	361.0630	32256	31377
	100ml:32g(l)	320.1888	631.0000	622.7306	202039	199391
	合计					234295

资料来源：上海阳光医药采购网、PDB、平安证券研究所

司太立碘海醇和碘克沙醇集采有望贡献超 5 亿元收入，超 1 亿元利润。根据我们测算，公司拟中选数量对应碘海醇和碘克沙醇销售规模分别为 1.05 亿和 8459 万元，考虑到实际采购量一般会大幅超出中选数量，按报量比例放大后对应规模分别为 1.66 亿和 1.84 亿元。本次集采碘海醇 3 家中标，碘克沙醇 4 家中标，首年采购量占约定采购量基数的比例分别为 70%和 80%。假设约定采购量外市场也被中标企业瓜分，则司太立碘海醇和碘克沙醇有望分别贡献 2.37 亿和 2.30 亿元，合计 4.67 亿元收入。而考虑到碘海醇 100ml:30g(l)和 100ml:35g(l)是按两个品种集采，司太立全都中标且均为 3 家中标，因此司太立实际销售有望超过 5 亿元。假设净利率在 20%左右，则碘海醇和碘克沙醇集采可贡献 1 个亿利润。

图表2 司太立碘海醇、碘克沙醇集采收入测算

品种	规格	拟中选数量(万瓶)	拟中选价格(元/瓶)	销售规模(万元)	按报量比例放大后规模(万元)
碘海醇	100ml:30g(l)	42.38	88.05	3732	5923
	100ml:35g(l)	73.02	92.05	6721	10669
碘克沙醇	100ml:32g(l)	45.72	185.01	8459	18388

资料来源：阳光医药采购网、PDB、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1934	2285	2823	3423
现金	799	764	1032	1270
应收票据及应收账款	298	458	564	693
其他应收款	3	5	6	8
预付账款	11	16	21	25
存货	537	756	915	1142
其他流动资产	286	286	286	286
非流动资产	2473	3234	4067	4712
长期投资	100	182	264	346
固定资产	1451	1963	2568	3043
无形资产	207	221	238	258
其他非流动资产	714	868	997	1065
资产总计	4406	5519	6891	8135
流动负债	1526	2284	3116	3729
短期借款	828	1431	2100	2497
应付票据及应付账款	296	498	528	736
其他流动负债	402	354	487	496
非流动负债	1016	1030	1019	888
长期借款	993	1007	996	865
其他非流动负债	23	23	23	23
负债合计	2542	3313	4136	4617
少数股东权益	41	56	85	129
股本	245	245	245	245
资本公积	978	978	978	978
留存收益	629	865	1234	1710
归属母公司股东权益	1824	2150	2670	3390
负债和股东权益	4406	5519	6891	8135

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	174	442	772	1033
净利润	254	464	650	859
折旧摊销	129	149	206	267
财务费用	69	59	87	103
投资损失	-3	-7	-4	-4
营运资金变动	-283	-222	-167	-191
其他经营现金流	8	-0	-0	-0
投资活动现金流	-312	-903	-1035	-907
资本支出	153	679	751	563
长期投资	-46	-82	-82	-82
其他投资现金流	-204	-305	-366	-427
筹资活动现金流	538	-178	-138	-285
短期借款	-218	0	0	0
长期借款	151	14	-10	-131
普通股增加	77	0	0	0
资本公积增加	590	0	0	0
其他筹资现金流	-63	-192	-128	-154
现金净增加额	395	-639	-401	-159

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1367	1939	2621	3223
营业成本	766	1029	1331	1638
营业税金及附加	13	19	26	32
营业费用	10	14	18	23
管理费用	140	155	210	226
研发费用	88	97	157	161
财务费用	69	59	87	103
资产减值损失	-2	0	0	0
其他收益	15	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	3	7	4	4
资产处置收益	-1	0	0	0
营业利润	294	573	796	1045
营业外收入	15	5	6	7
营业外支出	6	8	8	8
利润总额	304	570	794	1044
所得税	50	107	143	185
净利润	254	464	650	859
少数股东损益	15	15	29	44
归属母公司净利润	239	449	621	815
EBITDA	525	797	1113	1447
EPS(元)	0.97	1.83	2.54	3.33

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.5	41.8	35.2	23.0
营业利润(%)	27.6	94.9	38.9	31.3
归属于母公司净利润(%)	40.2	88.0	38.4	31.3
获利能力				
毛利率(%)	44.0	46.9	49.2	49.2
净利率(%)	17.5	23.2	23.7	25.3
ROE(%)	13.6	21.0	23.6	24.4
ROIC(%)	8.4	10.8	12.2	13.6
偿债能力				
资产负债率(%)	57.7	60.0	60.0	56.8
净负债比率(%)	70.1	88.3	87.1	70.3
流动比率	1.3	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.83	2.54	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.80	3.15	4.22
每股净资产(最新摊薄)	7.45	8.78	10.90	13.84
估值比率				
P/E	76.7	40.8	29.5	22.5
P/B	10.0	8.5	6.9	5.4
EV/EBITDA	37.2	25.3	18.6	14.4

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033