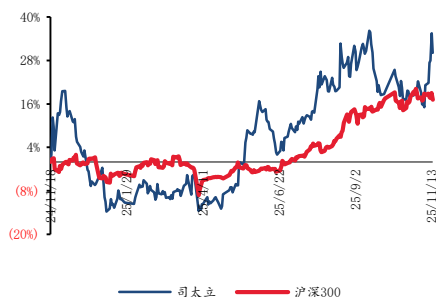


造影剂一体化头部供应商，产能投放驱动成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	4.38/4.38
总市值/流通(亿元)	52.04/52.04
12 个月内最高/最低价(元)	12.82/7.44

相关研究报告

证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

报告摘要

碘造影剂“API+制剂”一体化龙头企业，国际化战略稳步推进。公司成立于 1997 年，于 2016 年在上海证券交易所上市，主营 X-CT 非离子型造影剂、喹诺酮类系列中间体、原料药、制剂业务以及原料药 CMO/CDMO 业务，是国内碘造影剂企业中产品规模最大、品种最齐全的厂家，其中碘海醇原料药产能及产量位居国内前列。公司围绕一体化战略，向产业链的前端和末端延伸，2011 年在江西樟树建立中间体生产基地，2012 年在上海金山建立制剂工厂，于 2020 年实现制剂商业化生产。同时围绕国际化战略，加大海外销售布局，依托控股公司爱尔兰 IMAX 积累的注册优势和销售网络，实现制剂国际化销售，2024 年，爱尔兰 IMAX 公司海外制剂销售收入达 8,620.3 万元。

原料药产能扩张蓄力成长，多因素共振改善盈利能力可期。公司碘造影剂核心产品全覆盖，包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘佛醇、碘美普尔、碘普罗胺，已成为国内品种最齐全的厂家，截至 2025 年 8 月，公司原料药已建成产能 2400 余吨，其中约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证，预计 2025 年底将形成 3000 吨产能，占全球碘造影剂原料药总需求近 1/3，是国内碘造影剂原料药产能最大的生产企业。公司前瞻性产能布局将承接造影剂新增需求，市占率有望提升，2022 年 GE 预计，随着全球慢性疾病患病率不断增长，CT 检查数量将显著增加，未来十年碘造影剂的全球需求量或将翻一番，造影剂原料药法规市场主流供应商的产能已经满负荷运转，并且没有新增扩产计划，公司具备明显产能优势。多因素共振，API 业务毛利率改善可期：（1）碘价有望随供应商扩产而下降，公司原材料成本压力将减轻；（2）大规模产能释放收尾，产能利用率提升将有效降低生产成本；（3）降本增效持续进行，碘回收取得阶段性成效。

制剂产能瓶颈突破，国内+海外双轮驱动成长。公司为国内造影剂制剂的主要供应商，碘造影剂已涵盖全部主流品种，磁共振造影剂中，钆贝葡胺注射液已获批，多个产品处于注册审评中，同时依托控股公司爱尔兰 IMAX 平台，以及上海司太立的产能支持，实现制剂国际化销售加速拓展。截至 2025 年 8 月，制剂已建成年产能 2,500 万支，其中碘造影剂产能约 2,000 万支，能够满足公司未来 3-5 年的制剂发展需求，随着产能逐步爬升以及集采的推进，碘美普尔、碘佛醇、碘普罗胺注射液等新产品生产及销售将逐渐步入正轨，同时产能利用率提升将大幅改善盈利水平，2025H1，上海司太立盈利能力已经出现较为明显的改善，净利率为-1.38%，同比大幅收窄 7.58pct。海外制剂业务限制因素打破，将开启快速增长新阶段，公司正在积极推进上海工厂欧洲 GMP 认证，预计 2026Q1 完成，将成为爱尔兰 IMAX 的生产平台，打通海外制剂生产环节，发挥协同效应。

● 盈利预测

我们预测公司 2025/26/27 年收入为 25.04 亿元/28.18 亿元/32.21

亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 0.46 亿元/1.69 亿元/3.22 亿元，对应当前 PE 为 114/31/16X，考虑到造影剂行业竞争格局较为集中，未来市场规模有望翻倍，公司大规模产能投放收尾，原料药产能有望承接新增需求，国内制剂新产品将借助集采逐步放量，海外制剂业务生产环节打通，开启快速增长阶段，盈利能力或逐渐改善，公司利润增长有望提速，估值应具备溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格风险；政策风险；研发风险；外汇汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,350	2,504	2,818	3,221
营业收入增长率(%)	7.02%	6.56%	12.54%	14.29%
归母净利（百万元）	-49	46	169	322
净利润增长率(%)	-211.00%	193.11%	269.85%	90.34%
摊薄每股收益（元）	-0.12	0.10	0.39	0.73
市盈率（PE）	—	113.84	30.78	16.17

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况	6
(一) 碘造影剂“API+制剂”一体化龙头企业，国际化战略稳步推进	6
(二) 股权结构清晰	6
(三) 四大生产基地产能扩张收尾，重心由“建设”转向“释放”	7
(四) 营收稳健增长，利润阶段性承压	9
二、 碘造影剂行业：高壁垒细分市场，行业集中度较高	10
三、 原料药：产能扩张蓄力成长，多因素共振改善盈利能力可期	14
(一) 公司碘造影剂 API 核心产品全覆盖，产能及质量体系认证国内领先	14
(二) 多因素共振，API 业务毛利率改善可期	17
(三) 前瞻性产能布局将承接造影剂新增需求，公司市占率有望提升	19
四、 制剂：产能瓶颈突破，国内+海外双轮驱动成长	22
(一) 造影剂全产业链布局，集采筑牢制剂基本盘	22
(二) 制剂产能落地，集采有望带动碘造影剂新产品放量	28
(三) 海外制剂业务限制因素打破，将开启快速增长新阶段	31
(四) 产能利用率提升将有效降低生产成本，改善制剂盈利水平	32
五、 收入拆分与估值	33
(一) 关键假设	33
(二) 收入拆分与盈利预测	34
(三) PE 估值及投资建议	35
六、 风险提示	36

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	7
图表 3: 公司主要生产基地.....	8
图表 4: 公司历年营业收入及增长情况.....	9
图表 5: 公司历年分业务营收情况 (亿元)	9
图表 6: 公司历年归母净利润及增长情况.....	10
图表 7: 公司历年毛利率及净利率 (%)	10
图表 8: 公司历年期间费用率 (%)	10
图表 9: 造影剂分类 (按用途)	11
图表 10: 全球造影剂市场规模及增速.....	12
图表 11: 中国院端主要造影剂市场规模及增速.....	12
图表 12: 2022 年中国公立医疗机构终端造影剂产品 TOP10	13
图表 13: 2018-2024 年中国 CT 设备保有量 (台).....	13
图表 14: 主要国家人均 CT 设备保有量 (台/百万人)	13
图表 15: 2021 年全球及中国碘造影剂原料药消耗量 (吨)	14
图表 16: 公司原料药及中间体产品.....	15
图表 17: 预计 2025 年底主要产品产能及注册认证情况.....	16
图表 18: 公司主要产品预估全球市占率 (%)	16
图表 19: 公司造影剂 API 发货量 (吨) (含自用)	17
图表 20: 公司造影剂原料药及中间体收入及增速.....	17
图表 21: 碘进口均价 (美元/吨)	18
图表 22: 2020-2025H1 公司造影剂系列产品毛利率.....	18
图表 23: 2025 年 SQM 碘和硝酸盐业务资本开支计划.....	18
图表 24: 2020-2025Q1-3 公司固定资产及在建工程规模.....	19
图表 25: 2020-2025H1 海神制药及江西司太立净利率 (%)	19
图表 26: 兄弟科技造影剂 API 产能情况.....	20
图表 27: 海昌药业造影剂 API 产能情况.....	20
图表 28: 2022-2024 年公司前五大供应商.....	21
图表 29: GE 预计未来 10 年全球碘造影剂需求量.....	22
图表 30: 公司制剂主要产品情况.....	23
图表 31: 公司近三年新增制剂产能情况.....	23
图表 32: 2024 年公司国采中标情况.....	24
图表 33: 2020-2024 年公司国内制剂销售收入及增速.....	24
图表 34: 2024 年公司国内制剂产品销售收入 (亿元)	25
图表 35: 碘克沙醇注射液国内核心医院销售情况.....	26
图表 36: 碘克沙醇注射液国内核心医院竞争格局.....	26
图表 37: 碘海醇注射液国内核心医院销售情况.....	26
图表 38: 碘海醇注射液国内核心医院竞争格局.....	26
图表 39: 碘帕醇注射液国内核心医院销售情况.....	27
图表 40: 碘帕醇注射液国内核心医院竞争格局.....	27
图表 41: 2022-2024 年公司海外制剂销售收入及同比增速.....	28
图表 42: 2024 年公司国内制剂产品销售收入 (亿元)	28
图表 43: 碘佛醇注射液国内核心医院销售情况.....	29
图表 44: 碘佛醇注射液国内核心医院竞争格局.....	29

图表 45:	碘美普尔注射液国内核心医院销售情况	30
图表 46:	碘美普尔注射液国内核心医院竞争格局	30
图表 47:	碘普罗胺注射液国内核心医院销售情况	30
图表 48:	碘普罗胺注射液国内核心医院竞争格局	30
图表 49:	公司新疆二十六省联盟集采中标情况	31
图表 50:	公司广东二十二省联盟集采中标情况	31
图表 51:	2025 年以前公司海外制剂业务增长限制因素	32
图表 52:	2022-2024 年公司造影剂制剂毛利率 (%)	33
图表 53:	2020-2025H1 上海司太立营收、利润、净利率情况	33
图表 54:	2022-2024 年公司制剂板块产能利用率情况	33
图表 55:	公司收入及毛利率拆分	35
图表 56:	盈利预测表	35
图表 57:	估值对比	36

一、公司概况

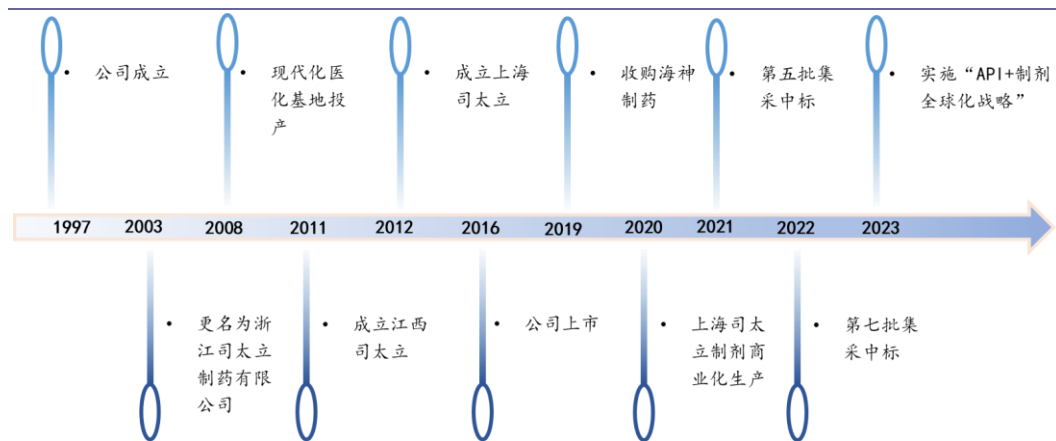
(一) 碘造影剂“API+制剂”一体化龙头企业，国际化战略稳步推进

浙江司太立制药股份有限公司（股票代码：603520）成立于1997年，于2016年在上海证券交易所上市，主营X-CT非离子型造影剂、喹诺酮类系列中间体、原料药、制剂业务以及原料药CMO/CDMO业务，是国内碘造影剂企业中产品规模最大、品种最齐全的厂家，主要产品包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘美普尔、碘佛醇、钆贝葡胺等原料药及制剂，其中碘海醇原料药产能及产量位居国内前列。

围绕“中间体-原料药-制剂”一体化战略，向产业链的前端和末端延伸。2011年，公司成立江西司太立，在江西樟树建立中间体生产基地，2012年，成立上海司太立，在上海金山建立制剂工厂，于2020年实现制剂商业化生产。

围绕国际化战略，加大海外销售布局。2018年-2019年，公司完成海神制药的收购，整合碘海醇、碘帕醇原料药产能，进一步巩固碘造影剂原料药领先地位，同时依托控股公司爱尔兰IMAX 10余年积累的注册优势和销售网络，实现制剂国际化销售，2024年，爱尔兰IMAX公司海外制剂销售收入达8,620.3万元。

图表1：公司发展历程



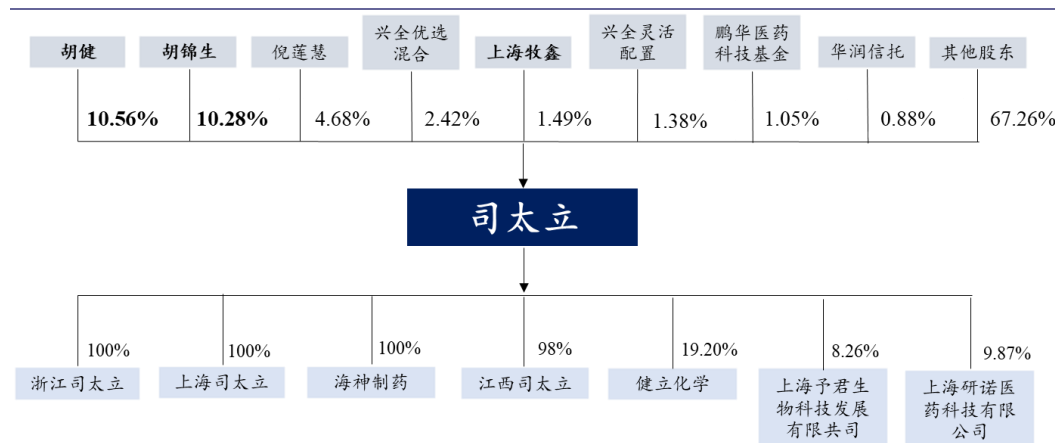
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(二) 股权结构清晰

公司的控股股东为胡健先生，实际控制人为胡锦涛先生和胡健先生，两人为父子关系。胡健先生直接持有公司10.56%的股份，胡锦涛先生直接持有公司10.28%的股份，其一致行动人牧鑫春辰1号私募基金直接持有公司1.49%的股份，两人合计持有公司22.33%的股份。全资子公司上海

司太立为公司制剂生产及销售平台，江西司太立为中间体生产基地，海神制药主要生产碘海醇、碘帕醇原料药，其控股公司爱尔兰 IMAX 为海外制剂销售平台。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(三) 四大生产基地产能扩张收尾，重心由“建设”转向“释放”

公司共有四大生产基地，分别为江西司太立、浙江司太立、海神制药、上海司太立厂区。其中，江西司太立、浙江司太立、海神制药为原料药及中间体生产基地，江西司太立主要生产 X-CT 非碘离子造影剂、喹诺酮类、头孢类药物的原料及中间体，浙江司太立主要生产 X-CT 非碘离子造影剂、左氧氟沙星、洛索洛芬钠等原料药及配套中间体，海神制药主要生产碘海醇、碘帕醇原料药；上海司太立为制剂生产基地。

大规模产能扩张收尾，公司重心由“建设”转向“释放”。公司上市后通过 2 轮定增助力大规模产能扩张，2020-2021 年中间体扩产，2022-2024 年 API 扩产，2024 年底产能陆续转固投产，公司固定资产由 2019 年底的 10.91 亿元增长至 2024 年底 19.94 亿元，固定资产规模接近翻倍，公司已经成为国内碘造影剂企业中产品规模最大、品种最齐全的厂家。截至 2025 年 8 月底，原料药已建成产能 2400 余吨，其中约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证，预计 2025 年底建成产能增加至 3000 吨；制剂已建成产能 2500 万支，其中碘造影剂产能约 2000 万支。2025 年，公司重心将由“建设”转向“释放”，持续推进已建成产能的法规认证和变更工作，尽快实现商业化生产。

图表3：公司主要生产基地

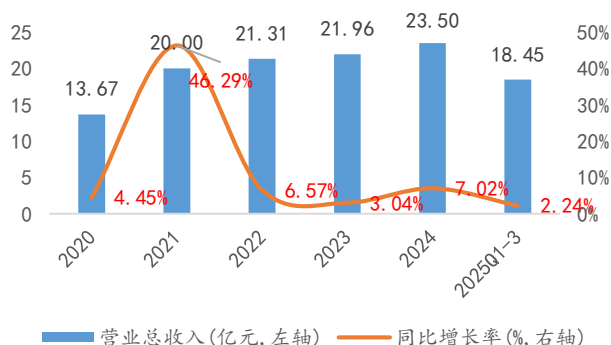
生产基地	占地面积	资金来源	主要产品	厂区	核心项目名称	已建产能	在建产能
江西司太立	520亩	自筹+募投	X-CT 非碘离子造影剂、喹诺酮类、头孢类药物的原料及中间体	一期项目	X-CT 非碘离子造影剂、喹诺酮类等药物中间体建设项目	5-硝基间苯二甲酸二甲酯(酯化物) 800t/a、碘化物 1500t/a	
				二期项目(2020 定增)	年 1200 吨三碘异酞酰氯项目	三碘异酞酰氯 600t/a(一期)	
				三期项目(2020 定增)	年产 300 吨碘佛醇、5 吨钆贝葡胺造影剂原料药、年产 195 吨日本依度沙班抗凝血剂活性物 ILC 等产品技改项目	碘佛醇 300t/a、钆贝葡胺 5t/a、定制医药中间体 195t/a	
				四期项目	年产 150 吨 CIBA、10 吨(-)PP、600 吨碘佛醇水解物建设项目		
					年产 7,710 吨碘化合物及 CMO/CDMO 产品项目		2,000t/a 碘化物、4,950t/a 呋喃二甲酸、600t/a 康宽中间体、100t/a 洛索洛芬钠、60t/a 氟比洛芬
浙江司太立	A 厂区(150+亩) C 厂区(150+亩)	自筹+募投	X-CT 非碘离子造影剂、左氧氟沙星、洛索洛芬钠等原料药及配套中间体	A 厂区	年产 1540 吨非离子型 CT 造影剂、450 吨左氧氟沙星及 100 吨洛索洛芬钠原料药项目	碘海醇 1330t/a、碘克沙醇 300t/a、碘帕醇 500t/a、碘佛醇 50t/a、碘普罗胺 50t/a、左氧氟沙星 250t/a、盐酸左氧氟沙星 200t/a、洛索洛芬钠 100t/a、及部分配套中间体产能	
				B 厂区(行政+新产品多功能车间)	年产 5 吨碘普罗胺、40 吨 JSQ、3kg 瑞加德松生产线	碘普罗胺 5t/a、JSQ40t/a、瑞加德松 3kg/a	
				C 厂区(2024 定增)	年产 1,550 吨非离子型 CT 造影剂系列原料药项目		碘帕醇 250t/a、碘佛醇 100t/a、碘美普尔 100t/a、碘普罗胺 100t/a、碘海醇 600t/a、碘克沙醇 400t/a
海神制药	149亩	自筹+募投	碘海醇、碘帕醇	新建项目(2020 定增)	年产 400 吨碘海醇、200 吨碘帕醇项目	碘海醇 400t/a、碘帕醇 200t/a、联产产品醋酸甲酯 218 t/a	
上海司太立	70+亩	自筹	制剂	制剂车间	艾沙康唑生产线及公用工程设施建设		
					年产 1800 万造影剂投资项目	制剂 1000 万支/年	
					碘造影剂全环节联动智能化改造项目	制剂 1500 万支/年	

资料来源：公司公告，环评报告，太平洋证券整理

(四) 营收稳健增长，利润阶段性承压

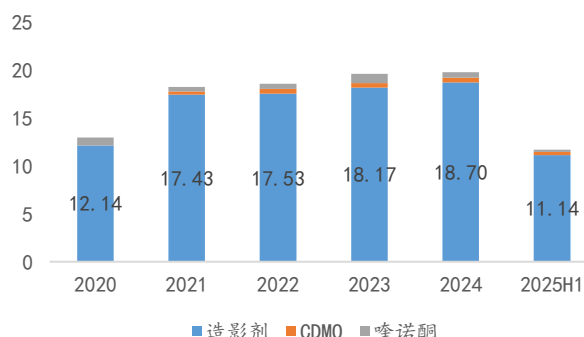
营业收入稳健增长，造影剂业务贡献 80% 收入。从收入端来看，公司营业收入由 2020 年的 13.67 亿元增长至 2024 年的 23.50 亿元，2020-2024 年复合增速为 14.51%，2025 年 Q1-3 营业收入为 18.45 亿元，同比增长 2.24%，实现平稳增长。分业务来看，造影剂业务收入占比约为 80%，由 2020 年的 12.14 亿元增长至 2024 年的 18.70 亿元，2020-2024 年复合增速为 11.41%，2025 年 H1 收入为 11.14 亿元，同比增长 4.33%；喹诺酮业务占比约为 2%，2025 年 H1 收入为 0.21 亿元，同比下滑 38.00%；CDMO 业务占比约为 2%，2025 年 H1 收入为 0.34 亿元，同比下滑 5.05%。

图表4：公司历年营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：公司历年分业务营收情况（亿元）

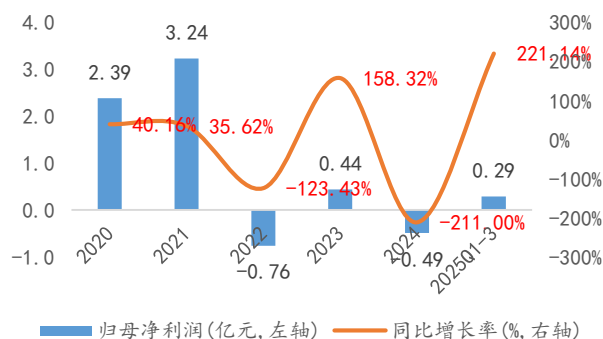


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

业绩阶段性承压，25 年盈利能力小幅修复。从利润端来看，公司归母净利润由 2020 年的 2.39 亿元增长至 2021 年的 3.24 亿元，2022-2024 年，成本端压力持续，同时公司新增原料药及制剂产能陆续完成建设，折旧增加，业绩承压，其中 2022 年由于碘采购价格持续上涨导致公司对海神制药形成的合并商誉出现减值 11,474.78 万元。2025 年 Q1-3，公司实现归母净利润 0.29 亿元，同比大幅增长 221.14%。

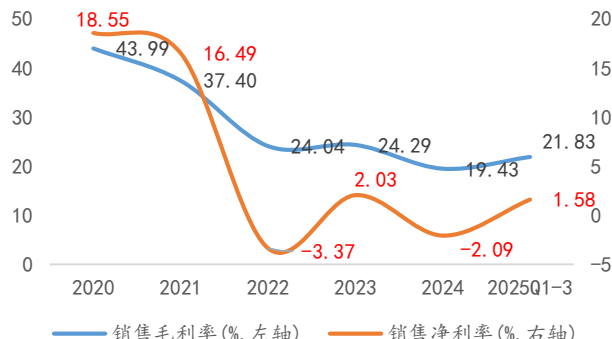
从盈利能力来看，2020 年-2024 年公司毛利率及净利率整体呈下降趋势，毛利率由 43.99% 下降至 19.43%，下滑 24.56pct，净利率由 18.55% 下降至 -2.09%，下滑 20.64pct，原材料碘采购价格上涨为主要影响因素。2025 年 Q1-3，公司毛利率为 21.83%，同比+0.39%，净利率为 1.58%，同比+1.07pct。

图表6：公司历年归母净利润及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

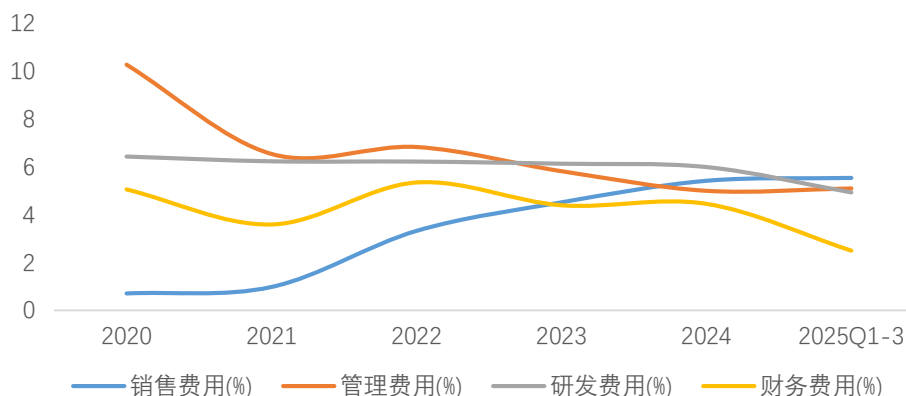
图表7：公司历年毛利率及净利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司期间费用率整体呈下降趋势。2020年-2024年，管理费用率及财务费用率呈下降趋势，管理费用率由10.27%下降至5.00%，财务费用率由5.05%下降至4.45%，销售费用率呈上升趋势，由0.71%上升至5.41%，研发费用率保持平稳，约为6%。2025年Q1-3，公司销售费用率为5.53%，同比+0.33pct，管理费用率为5.10%，同比-0.08pct，研发费用率为4.93%，同比-0.48pct，财务费用率为4.01%，同比-1.51pct。

图表8：公司历年期间费用率 (%)



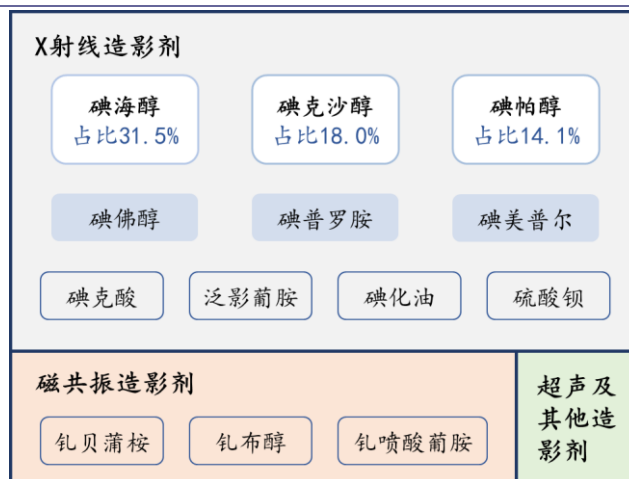
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、碘造影剂行业：高壁垒细分市场，行业集中度较高

全球X射线造影剂市场规模占造影剂市场总规模的72.5%。造影剂又称为对比剂、显影剂，根据用途主要分为X射线造影剂（碘类、钡类）、磁共振造影剂（钆类）和超声造影剂（微泡类），

根据 IMS 数据，2022 年全球 X 射线造影剂市场规模占造影剂市场总规模的 72.5%，磁共振造影剂占比 20.2%，超声及其他造影剂占市场总额的 7.3%。X 射线造影剂主要用于神经系统、心血管系统、胸部器官、腹部器官、盆腔脏器、骨与关节等部位的造影，包括医用硫酸钡及碘造影剂两种，主要产品包括碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇、碘普罗胺、碘美普尔等，其中碘海醇、碘克沙醇、碘帕醇在 X 射线造影剂大类占比分别为 31.5%、18.0%、14.1%；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，主要产品包括钆贝葡胺、钆布醇、钆喷酸葡胺；超声造影剂常用于眼科、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。

图表9：造影剂分类（按用途）



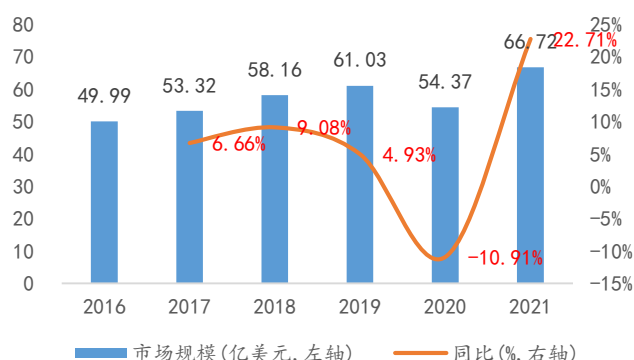
资料来源：公司公告，IMS，太平洋证券整理

2021 年全球造影剂市场规模近 67 亿美元，新兴国家市场增速高于发达国家。IMS 数据显示，全球造影剂市场规模从 2016 年的 49.99 亿美元增长至 2021 年的 66.72 亿美元，年复合增速达到 5.94%。造影剂在发达国家使用较早，市场已经成熟，目前的使用量保持在较高水平，根据 Newport Premium 数据显示，美国、欧洲分别占全球造影剂市场总值的 37.6%和 28.8%。以中国为首的新兴国家市场，由于市场规模尚小，加上医疗设施逐渐完善、人民诊断需求逐步提高，市场增长率高于发达国家，未来随着经济的持续发展、社会老龄化程度的提高，预计新兴国家市场仍将保持高速增长，市场规模进一步扩大。

2021 年中国院端造影剂市场规模约 168 亿元，5 年复合增速约 12%。受益于政策红利及人均可支配收入的增加，中国 CT、MRI 等医学影像设备保有量快速增长，同时造影剂市场规模迅速扩

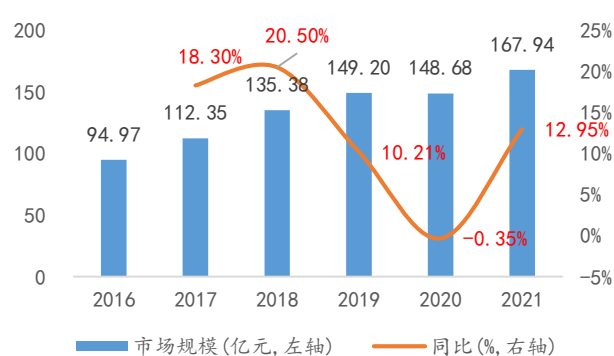
张，据米内网数据显示，自2016年至2021年，中国医院市场主要造影剂规模由94.97亿元增长至167.94亿元，年复合增长率为12.1%。

图表10：全球造影剂市场规模及增速



资料来源：IMS，兄弟科技定增说明书，太平洋证券整理

图表11：中国院端主要造影剂市场规模及增速



资料来源：米内网，兄弟科技定增说明书，太平洋证券整理

集采短期影响出清，2024 年中国院端造影剂市场规模重回 150 亿元。2021H2 碘海醇注射剂纳入第五批集采，2022H2 碘克沙醇注射剂纳入第七批集采，价格下滑幅度超 50%。根据米内网数据，2022 年，受集采短期影响，碘海醇注射剂和碘克沙醇注射剂在公立医疗机构终端销售额分别下滑 56%和 59%，其余大部分产品市场销售额则均有不同程度增长，当年中国院端造影剂市场规模下滑超 20%，2023 年止跌回升，2024 年市场规模重返 150 亿元。

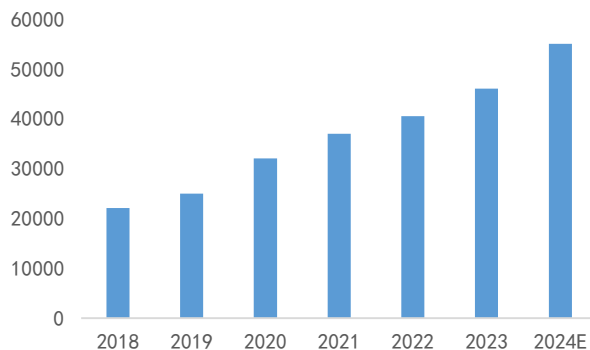
图表12：2022 年中国公立医疗机构终端造影剂产品 TOP10

排名	产品名称	销售额增长率
1	碘佛醇注射液	24.36%
2	碘克沙醇注射液	-58.74%
3	碘海醇注射液	-55.85%
4	碘普罗胺注射液	4.33%
5	碘帕醇注射液	16.44%
6	钆喷酸葡胺注射液	-4.03%
7	注射用六氟化硫微泡	1.55%
8	钆特酸葡胺注射液	7.77%
9	碘美普尔注射液	21.85%
10	钆双胺注射液	0.32%

资料来源：米内网，太平洋证券整理

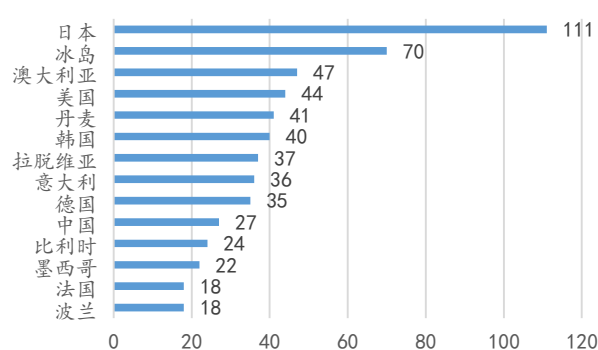
中国医学影像设备及造影剂需求空间仍较大，造影剂市场规模有望持续增长。近年我国医学影像设备保有量增长快速，根据华经产业研究院数据，2018 年 CT 设备保有量约 2.2 万台，预计 2024 年将超 5.5 万台，年复合增速超 16%。根据普华有策数据，2021 年中国 CT 设备人均保有量为每百万人拥有 27 台，预计到 2025 年增长至每百万人拥有 46 台，CT 人均保有量与日本等国家相比仍有较大差距。同时，从碘造影剂人均消耗量来看，中国与欧美仍存在较大差距，人均用量与美国差距近 7 倍，与欧洲相比也有 2 倍左右差距，未来国内造影剂市场增长潜力仍然较大，市场规模有望持续增长。

图表13：2018-2024 年中国 CT 设备保有量(台)



资料来源：华经产业研究院，太平洋证券整理

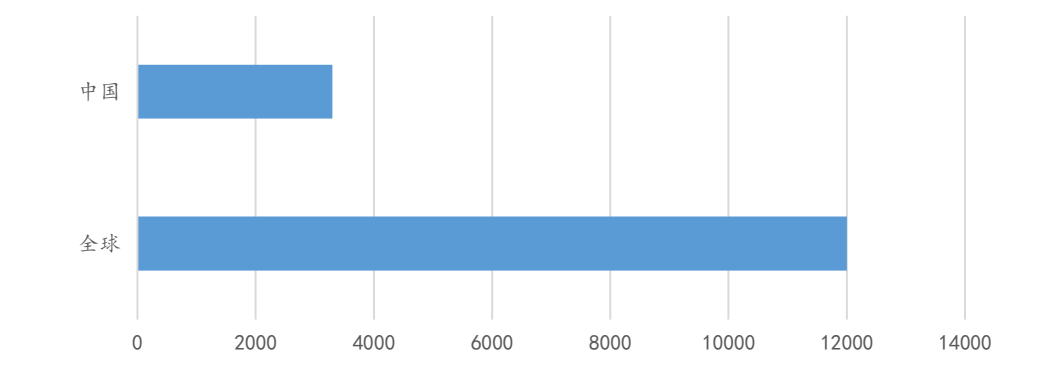
图表14：主要国家人均 CT 设备保有量(台/百万人)



资料来源：普华有策，OECD，太平洋证券整理

全球碘造影剂原料药需求快速增长，2021 年用量超万吨。根据 IMS 数据推算，2021 年，全球主要碘造影剂原料药用量超过 10,000 吨，最近 5 年的复合增长率为 6.05%，碘造影剂原料药需求逐年递增，其中，碘海醇为全球第一大碘造影剂品种，2021 年度全球碘海醇原料药用量超过 4,000 吨，同时根据 Newport Premium 的预测，到 2023 年，碘海醇原料药全球消耗量有望达到 4,541 吨，2018-2023 年复合增速为 6.6%。米内网数据显示，2021 年中国碘克沙醇、碘海醇等前五大 X 射线碘类造影剂原料药市场规模约为 3,300 吨，5 年复合增长率约为 11.03%，其中用量最大的为碘海醇原料药，其次为碘佛醇和碘克沙醇。

图表15：2021 年全球及中国碘造影剂原料药消耗量（吨）



资料来源：公司公告，IMS，米内网，太平洋证券整理

碘造影剂行业集中度较高，以原研为主导，司太立产能位居国内前列。造影剂属于医药市场细分品种，具有较高的资金和技术壁垒，行业集中度高，全球碘造影剂制剂市场仍以原研为主导，美国 GE 医疗、德国拜耳和意大利博莱科是主要生产企业，仿制渗透率有上升空间，中国碘造影剂主要生产商包括 GE 医疗、恒瑞医药、司太立等。碘造影剂原料药产能在全球范围内高度集中，原研中 GE 医疗产能最大，司太立产能位居国内前列。

三、原料药：产能扩张蓄力成长，多因素共振改善盈利能力可期 (一) 公司碘造影剂 API 核心产品全覆盖，产能及质量体系认证国内领先

公司碘造影剂核心产品全覆盖，已成为国内品种最齐全的厂家。公司原料药及中间体业务主营产品为非离子型碘造影剂、钆造影剂及抗感染系列药物。碘造影剂系列产品包括碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘佛醇、碘美普尔、碘普罗胺，实现碘造影剂核心产品全覆盖，是国内品种最齐全的厂家；钆造影剂系列产品包括钆贝葡胺和钆布醇，2024 年钆贝葡胺中国获批。同时，公司深

耕左氧氟沙星原料药和中间体多年，基于在特色原料药领域的竞争优势和客户资源，持续布局原料药和中间体 CMO/CDMO 业务。

图表16：公司原料药及中间体产品

产品类别	治疗领域	主要产品名称
造影剂类 原料药及中间体	造影剂/诊断	碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇、碘佛醇、 碘普罗胺、碘美普尔、钆贝葡胺、钆布醇等
喹诺酮类 原料药及中间体	抗生素/抗菌	左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星
CMO/CDMO 类 原料药及中间体	消炎镇痛、抗病毒、 抗血栓、抗高血糖、 抗过敏等	CIBA、OPAA、3N、ILC、JSQ、碘代物、 氮杂、洛索洛芬钠等

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

预计公司 2025 年底将形成 3000 吨 API 产能，占全球碘造影剂原料药总需求近 1/3。从产能来看，截至 2025 年 8 月，公司原料药已建成产能 2400 余吨，其中约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证，预计募投项目碘克沙醇和碘普罗胺两个车间 2025 年底投产，因此预计 2025 年底将形成 3000 吨产能，占全球碘造影剂原料药总需求近 1/3，是国内碘造影剂原料药产能最大的生产企业。分品种来看，预计 2025 年底，碘海醇产能超 1500t/a，碘帕醇超 500t/a，碘克沙醇约 400t/a，碘佛醇约 400t/a，碘美普尔约 100t/a，碘普罗胺约 100t/a。

1800 吨产能已完成国内及国际主要质量体系认证，剩余产能有望在 2026 年底前陆续完成认证。在法规认证方面，海神制药碘海醇原料药车间于 2024 年获得欧洲 CEP 证书，2025H1 通过国内认证，浙江司太立 A 厂区于 2024 年底以 NAI（无行动指示）的结果顺利通过美国 FDA 的 cGMP 现场检查，截至 2025 年 8 月，约 1800 吨产能已完成国内及国际主要质量体系认证，公司持续推进剩余已建成产能的法规认证和变更工作，预计江西司太立 300 吨碘佛醇车间于 2026H1 通过国内及欧盟认证，海神制药 200 吨碘帕醇原料药车间有望于 2025 年内通过国内认证。在募投项目认证方面，预计 400 吨碘克沙醇车间有望于 2026Q1 完成国内认证，100 吨碘普罗胺车间有望于 2026 年底完成国内认证。

图表17：预计 2025 年底主要产品产能及注册认证情况

产品名称	产能 (t/a)	注册认证
碘海醇	1500+	GMP/CEP/US/EU/JDMF
碘帕醇	500+	GMP/CEP/US/EU/JDMF
碘克沙醇	400	GMP/CEP/US/EU/JDMF
碘佛醇	400	GMP/DMF
碘美普尔	100	
碘普罗胺	100+	GMP/DMF
钆贝葡胺	5	

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

公司主要产品全球市占率较高，碘海醇、碘帕醇和碘克沙醇均超 10%。2024 年，公司主要产品碘海醇、碘帕醇和碘克沙醇分别实现销售收入 6,828、2,616 和 2,598 万美元，预估约占全球市场份额 17%、10%和 11%。

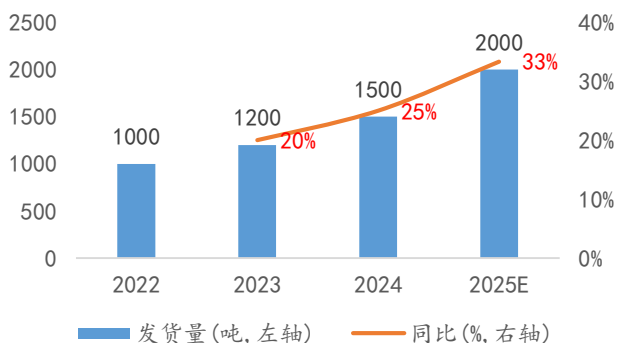
图表18：公司主要产品预估全球市占率（%）

产品名称	2022 年市场规模 (百万美元)	预计 2028 年市场 规模 (百万美元)	公司 2024 年 销售额 (百万美元)	市占率 (预估)
碘海醇	407.3	479.5	68.28	17%
碘帕醇	268.2	287.8	26.16	10%
碘克沙醇	246.6	274.5	25.98	11%
碘佛醇	387.8	288.1	/	
碘普罗胺	374.6	381.8	/	

资料来源：公司公告，PBI，太平洋证券整理

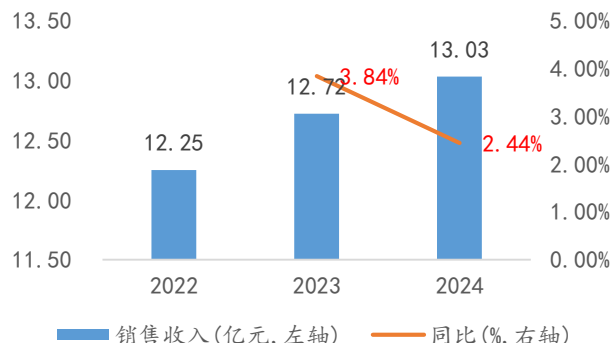
公司造影剂 API 发货量增速逐年提升，造影剂系列产品年末在手订单增速超 20%。2022-2024 年，公司造影剂系列年末在手订单金额分别为 3.38 亿元、4.21 亿元和 5.37 亿元，2023 及 2024 年末在手订单金额快速增长，分别同比增长 24.56%和 27.55%。随着新增产能陆续释放及在手订单的持续增加，公司造影剂 API 发货量由 2022 年的 1,000 吨快速提升至 2024 年的 1,500 吨，预计 2025 年有望达到 2,000 吨，增速逐渐提升。从收入来看，公司造影剂原料药及中间体收入由 2022 年的 12.25 亿元增长至 2024 年的 13.03 亿元，2024 年，由于国际市场竞争加剧，部分海外客户订单价格下降，如碘海醇外销销售单价下降 4.85%，因此销售收入同比仅低个位数增长。

图表19：公司造影剂 API 发货量（吨）（含自用）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：公司造影剂原料药及中间体收入及增速



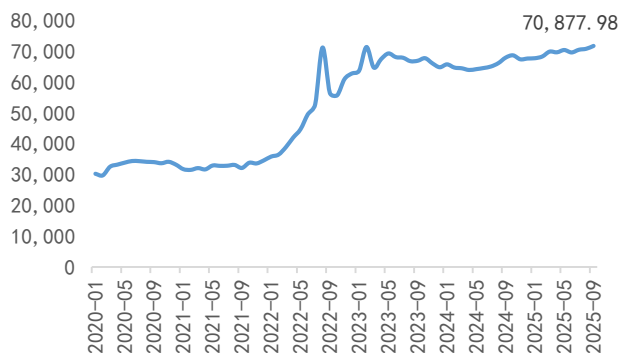
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（二）多因素共振，API 业务毛利率改善可期

1、碘价有望随供应商扩产而下降，公司原材料成本压力将减轻

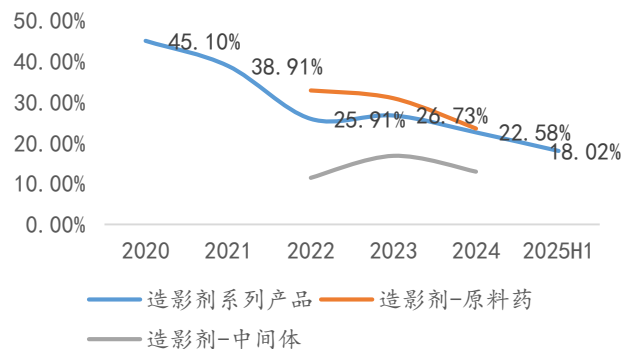
2022 年至今，碘价高位波动影响造影剂产品盈利水平。公司碘造影剂产品的主要原材料为碘，碘约占生产成本的 30%-40%，根据 SQM 年报，由于全球经济的广泛复苏，工业生产推动企业投资（特别是在印度和中国），GDP 增长超预期，同时医疗支出增加、CT 手术量增加、影像技术进步以及人口老龄化，显著推动了碘造影剂需求增长，碘造影剂主要生产厂商扩产，碘需求加速增长，SQM 预计 2024 年碘终端需求同比增长 7%，同时认为 X 射线造影剂的需求已成为推动碘市场增长的主要动力。由于上游碘扩产受限，各下游应用产业需求持续增长，我国碘进口价格快速上涨。根据海关总署的数据，2022 年我国碘进口均价最高达到 7.13 万美元/吨，相较 2021 年 12 月增长 105.48%。2022 年末至 2025 年 9 月，碘进口价格处于高位波动阶段，根据全球主要碘生产商 SQM 预测，2025 年底碘价格将继续保持当前水平，同时叠加公司扩产，投产初期产能利用率相对较低，公司造影剂系列产品毛利率由 2020 年的 45.10%下降至 2024 年的 22.58%，2025H1 为 18.02%。

图表21：碘进口均价（美元/吨）



资料来源：海关总署，ifind，太平洋证券整理

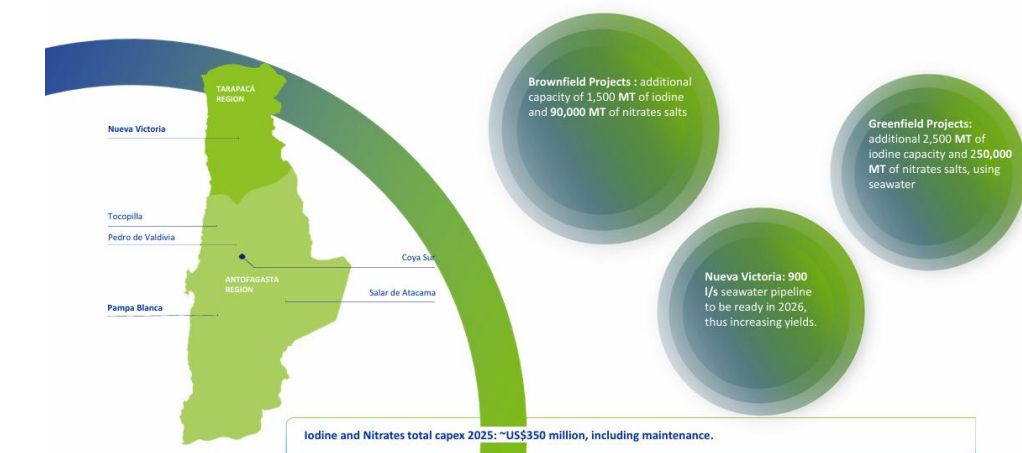
图表22：2020-2025H1 公司造影剂系列产品毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

随着上游大型碘供应企业扩产，预计未来碘价整体呈现下降趋势。碘的生产企业主要集中在智利及日本，SQM 为全球最大的碘生产企业，2024 年碘销量为 1.45 万吨，对应销售收入 9.68 亿美元，全球市占率约为 37%。当前 SQM 碘的有效产能约为每年 1.43 万吨，2025 年 SQM 将陆续投资约 3.5 亿美元用于碘和硝酸盐新产能建设，其中老厂区及新厂区将分别 1,500 吨和 2,500 吨碘产能，预计未来几年 SQM 碘产能有望增加 4,000 吨。随着上游大型碘供应企业扩产，预计未来碘价整体呈现下降趋势，公司造影剂系列产品毛利率将随原材料价格下降而逐渐修复。

图表23：2025 年 SQM 碘和硝酸盐业务资本开支计划

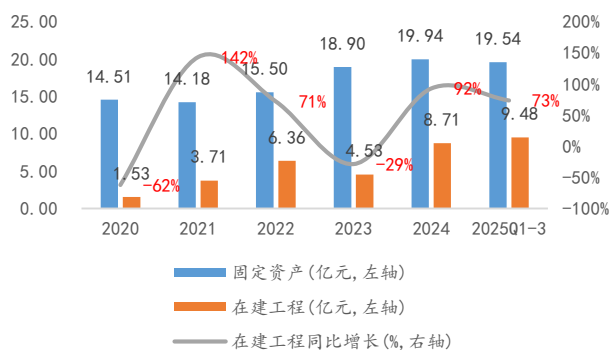


资料来源：SQM，太平洋证券整理

2、大规模产能释放收尾，产能利用率提升将有效降低生产成本

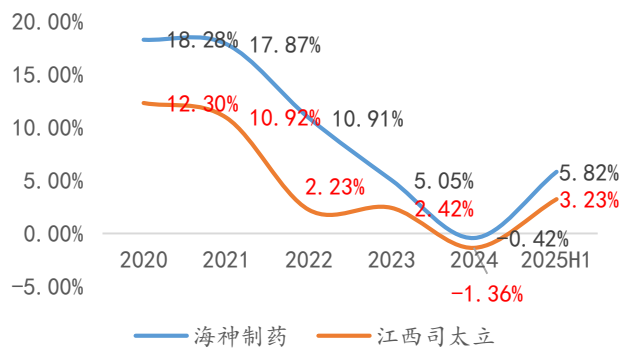
公司大规模产能扩张收尾，产能利用率的提升有望带动公司毛利率及净利率提升。公司前期产能建设于 2023 年开始陆续投放，2024 年由于前期投资陆续转固、新产线投入产出不稳导致产品分摊的折旧成本增加等因素导致产品成本上升，海神制药及江西司太立净利率均为负，2025 年公司大规模产能扩张收尾，公司重心由“建设”转向“释放”，随着产能陆续爬坡释放，盈利能力提升，2025H1 海神制药及江西司太立净利率分别提升至 5.82% 和 3.23%。预计 2025 年底，公司在建工程有望大规模转固，未来产能利用率的持续提升有望带动公司毛利率及净利率提升。

图表24：2020-2025Q1-3 公司固定资产及在建工程规模



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2020-2025H1 海神制药及江西司太立净利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3、降本增效持续进行，碘回收取得阶段性成效

2025 年，公司采取一系列措施降本增效，一方面，推动已完成工艺技改项目的落地、提升已建成的产品/物料回收设施产能，降低生产成本。另一方面，针对现有品种持续开展技术攻关和工艺优化，降低产品单耗，提升成品收率，同时考察新技术，降低生产成本。此外，公司进一步优化现有生产设备设施，对落后产能装备进行淘汰更新，实现安全、环保、自动化、信息化、生产单元无人化、能源使用精准化等高目标。

其中，碘回收是降低生产成本的重要措施之一，SQM 预计约有 16% 的碘供应来自碘回收，GE 医疗于 2006 年开始碘回收工作，除自有原料药工厂外，目前也在 11 个欧洲国家提供碘回收项目，并已将其扩展到加拿大和美国。公司是业内较早实现规模化碘回收的企业之一，2025 年公司碘回收取得阶段性成效，单位制造成本持续改善，目前公司碘回收已达到原研水平。

(三) 前瞻性产能布局将承接造影剂新增需求，公司市占率有望提升

API 产能规模行业领先，法规产能筑牢护城河。预计 2025 年底，募投项目碘克沙醇和碘普罗胺两个车间投产后，公司将形成 3000 吨有效 API 产能，其中约 1800 吨已完成国内及国际主要质量体系认证，剩余产能有望在 2026 年底前陆续完成认证。除 GE 等原研外，公司产能规模处于全球领先梯队，国内造影剂原料药主要生产商兄弟科技现有产能 400 吨，在建产能 1,150 吨，预计投产后将形成 1,550 吨总产能，当前主要供应印度、土耳其等市场；海昌药业已建成 850 吨造影剂 API 产能，暂未公布扩产计划；印度 Divi's 等生产企业合计产能约几百吨，产能规模相对较小。

图表26：兄弟科技造影剂 API 产能情况

项目名称	产品名称	已建(t/a)	在建(t/a)
年产 400 吨碘造影剂原料药项目	碘海醇	100	
	碘帕醇	200	
	碘克沙醇	50	
	碘佛醇	50	
年产 1,150 吨碘造影剂原料药建设项目	碘海醇		600
	碘克沙醇		200
	碘佛醇		200
	碘普罗胺		100
	碘美普尔		50

资料来源：兄弟科技公告，太平洋证券整理

图表27：海昌药业造影剂 API 产能情况

项目名称	产品名称	已建(t/a)
年产 850 吨碘造影剂生产线技改项目	碘海醇	250
	碘克沙醇	100
	碘普罗胺	150
	碘佛醇	150
	碘帕醇	150
	碘比醇	50

资料来源：海昌药业官网，环评报告书，太平洋证券整理

公司已与多家碘供应商建立了深厚的合作关系，确保造影剂的碘供应。碘是碘造影剂产品的关键原材料，根据 SQM 判断，当前碘仍处于供求紧平衡阶段，因此碘原料的获取成为造影剂 API 产能扩充的壁垒之一。2022 年，GE 医疗宣布与 SQM 达成多年协议，确保造影剂的碘供应，以支持到 2025 年每年增加 3,000 万患者剂量的碘造影剂。根据公司公布的 2022-2024 年前五大供应商情况，公司持续拓展碘供应商，目前已经与多家碘供应商建立了深厚的合作关系，如 SQM、ACF Minera 和 Algorta Norte 等智利碘供应商，同时也通过贸易渠道采购日本碘产品。

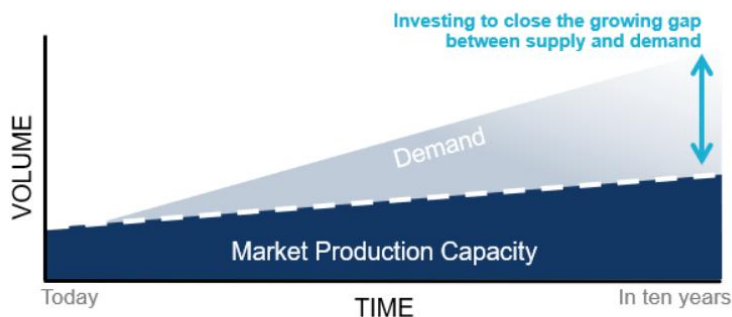
图表28：2022-2024 年公司前五大供应商

年度	供应商	采购内容	备注
2024	Arnold Suhr Netherlands B.V	碘	荷兰贸易公司
	INDEPENDENT IODINE CHINA LTD	碘	智利碘生产商 ACF Minera 和 Algorta Norte 的代理商
	中建安装集团有限公司	工程总包	
	MARUZEN CHEMICALS CO., LTD	碘	日本贸易公司
	泰安汉威集团有限公司	碘酸钾	
2023	Arnold Suhr Netherlands B.V.	碘	
	SQM EUROPE N. V.	碘	碘生产商
	INDEPENDENT IODINE CHINA LTD	碘	
	香港朗坤公司	水解物中间体	
	MARUZEN CHEMICALS CO., LTD	碘	
2022	SQM EUROPE N. V	碘	
	香港朗坤公司	水解物中间体、硝化物	
	Arnold Suhr Netherlands B. V.	碘	
	INDEPENDENT IONINE COMPANY	碘	
	Maruzen Chemicals Co., Ltd.	碘	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司前瞻性产能布局将承接造影剂新增需求，市占率有望提升。一方面，公司造影剂制剂对原料药的需求将快速增长，2024 年公司造影剂原料药发货量为 1,500 吨，其中约 400 吨为自用，上海司太立“碘造影剂全环节联动智能化改造项目”已于 2025 年年内转固，投产后将新增制剂年产能 1,500 万支，随着制剂产品国内外销售持续增长，预计未来 3-4 年，公司制剂对造影剂原料药需求有望翻番，自用原料药或将超 800 吨/年。另一方面，根据 IMS 数据，全球造影剂市场规模从 2016 年的 49.99 亿美元增长至 2021 年的 66.72 亿美元，2022 年 GE 预计，随着全球慢性疾病患病率不断增长，CT 检查数量将显著增加，未来十年碘造影剂的全球需求量或将翻一番。从全球市场来看，造影剂原料药法规市场主流供应商的产能已经满负荷运转，并且没有新增扩产计划，因此在未来新增需求下，公司具备明显产能优势，同时法规认证将陆续完成，有望承接新增需求，市占率或将进一步提升。

图表29：GE 预计未来 10 年全球碘造影剂需求量



Source: GE Healthcare estimates
Graph for illustrative purposes

资料来源：GE，太平洋证券整理

四、 制剂：产能瓶颈突破，国内+海外双轮驱动成长 (一) 造影剂全产业链布局，集采筑牢制剂基本盘

公司制剂业务围绕一体化战略实现造影剂全产业链布局，同时围绕国际化战略实现制剂出海。

公司为国内造影剂制剂的主要供应商，产品覆盖近 30 个省份、3000 多家医院，碘造影剂制剂已涵盖碘海醇注射液、碘帕醇注射液、碘克沙醇注射液、碘美普尔注射液、碘佛醇注射液、碘普罗胺注射液全部主流品种；磁共振造影剂中，钆贝葡胺注射液已于 2024 年 5 月获批，钆喷酸葡胺注射液、钆塞酸二钠注射液、钆特醇注射液处于注册审评中，其他磁共振造影剂产品及超声造影剂研发注册工作稳步推进。同时依托控股公司爱尔兰 IMAX 十余年积累的注册优势和销售网络，以及上海司太立的产能支持，实现制剂国际化销售加速拓展。

图表30：公司制剂主要产品情况

产品名称	产品领域	产品类型	状态
碘海醇注射液	X-CT 碘造影剂	第二代非离子型低渗单体造影剂	2020年6月国内获批
碘帕醇注射液		第二代非离子型低渗单体造影剂	2020年5月国内获批
碘克沙醇注射液		第二代非离子型等渗二聚体对比剂	2020年8月国内获批
碘美普尔注射液		第二代非离子型的等渗二聚体对比剂	2023年2月国内获批
碘佛醇注射液		第二代非离子型低渗对比剂	2023年10月国内获批
碘普罗胺注射液		第二代非离子型低渗性造影剂	2025年6月国内获批
钆贝葡胺注射液	磁共振造影剂	顺磁性对比剂	2024年5月国内获批
钆喷酸葡胺注射液		顺磁性对比剂	2024年3月递交国内上市申请
钆塞酸二钠注射液		顺磁性对比剂	2025年4月递交国内上市申请
钆特醇注射液		非离子型顺磁性对比剂	2025年4月递交国内上市申请

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1,500万支/年碘造影剂新产能投产，产品场地转移变更进行中。公司原有碘造影剂制剂年产能500万支，可用于当前所有制剂的生产，2023年10月，上海司太立“碘造影剂全环节联动智能化改造项目”产线验收转固，规划制剂产能1,500万支/年，为原有制剂产能的3倍，2024年完成部分产品规格的场地转移变更手续，截至2025年8月，制剂已建成年产能2,500万支，其中碘造影剂产能约2,000万支，能够满足公司未来3-5年的制剂发展需求。

图表31：公司近三年新增制剂产能情况

主项目	产线	建设进度	投资额	对应产品及年产能
上海司太立工程	碘造影剂全环节联动智能化改造项目	已投入使用，各产品的场地转移变更进行中	1.03亿元	1,500万支造影剂制剂

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

集采助力光脚产品快速放量，筑牢国内制剂基本盘。国内销售方面，2020年，碘帕醇注射液和碘海醇注射液陆续获批，公司实现制剂商业化生产；2021年2月碘海醇注射液和碘克沙醇注射液中选山东省集采，6月中选第五批集采，并于10月执行，2个产品借助集采快速放量，正式迈入影像领域对比剂的制剂行业，当年国内制剂销售收入约2.19亿元；2022年7月碘帕醇注射液中选第七批集采，并于11月开始执行，制剂销售保持高速增长，公司成为国内造影剂制剂行业的主要供应商；2023年-2024年，第五批及第七批集采接续工作陆续启动，截至2025年2月，全国

已完成 28 个省份、自治区、直辖市的第五批集采续采工作，公司新增中标区域 11 个，25 个省份、自治区、直辖市开始第七批集采续采工作，在已开标的 13 个省份、自治区、直辖市中，公司新增中标区域 9 个，同时，2024 年 6 月碘佛醇注射液成功中标“京津冀‘3+N’联动和集采”，2024Q3 开始发货；2025 年 9 月，碘美普尔注射液和钆贝葡胺注射液均中选新疆二十六省联盟集采，10 月开始执行，10 月碘普罗胺注射液中标广东二十二省联盟集采。

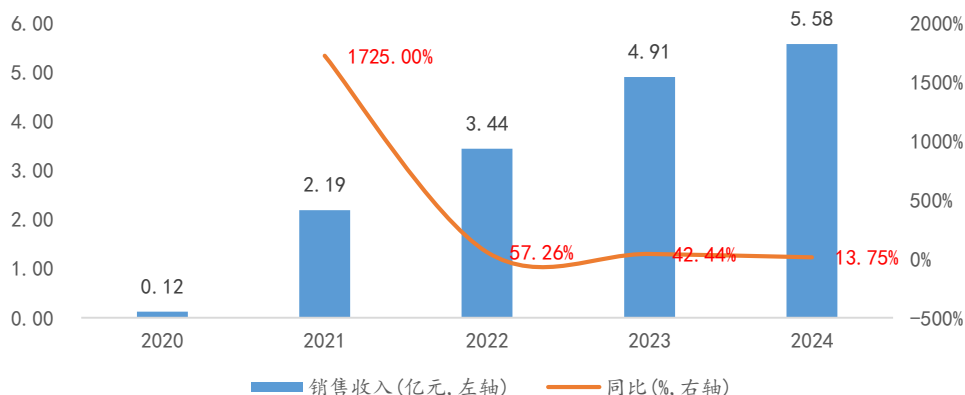
图表32：2024 年公司国采中标情况

产品名称	中标价格区间（元/瓶）	医疗机构实际采购量（万瓶）
碘海醇注射液	49.5-90.5	294.95
碘帕醇注射液	140.4-297.0	61.72
碘克沙醇注射液	138.3-185.0	148.34

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

国内制剂收入 5 年复合增速达 161%，集采续采下仍旧保持稳定增长。公司国内制剂收入由 2020 年的 0.12 亿元增长至 2024 年的 5.58 亿元，期间复合增速达 161.13%，2021 年，碘海醇注射液和碘克沙醇注射液借助集采快速放量，实现销售收入超 2 亿元，2022 年为集采后第一个完整年度，销售收入达 3.44 亿元，同比增长 57.26%，随着 2022 年底第七批集采执行，碘帕醇注射液贡献增量收入，2023 年销售收入近 5 亿元，继续高速增长 42.44%，2024 年，在第五批及第七批集采续采下，制剂销售收入实现了 13.75%的增速，达到 5.58 亿元。

图表33：2020-2024 年公司国内制剂销售收入及增速

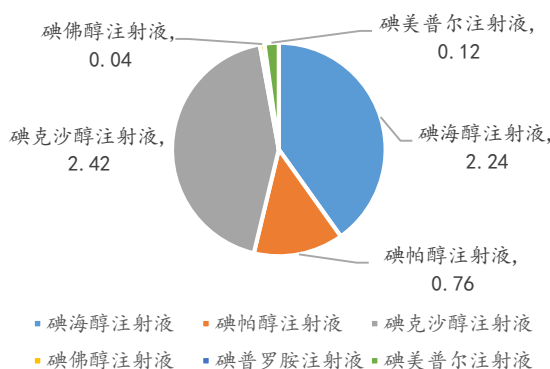


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：由于 2020-2021 年制剂收入全部来自国内，因此 2020 及 2021 年数据选用上海司太立收入

3 大国采产品贡献绝大部分收入，新产品销售体量较小。分产品来看，2024 年公司碘克沙醇注射液、碘海醇注射液、碘帕醇注射液分别销售 2.42 亿元、2.24 亿元、0.76 亿元，三个国采产品分别贡献 43.29%、40.07%、15.60%的收入，制剂业务收入绝大部分均来自集采。碘佛醇注射液及碘美普尔注射液为 2023 年获批的新产品，由于上市时间较短，制剂产能受限，销售体量较小。

图表34：2024 年公司国内制剂产品销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

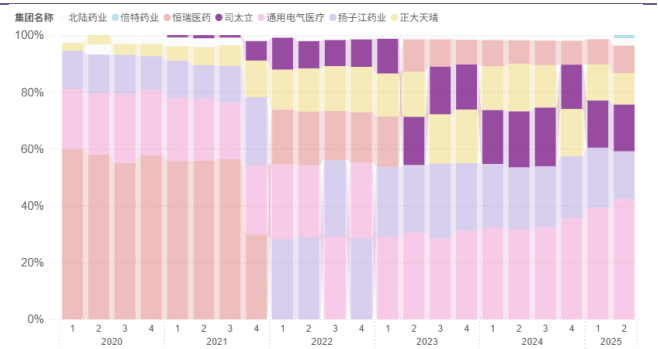
碘克沙醇注射液国内核心医院市场规模近 10 亿，公司市占率近 19%。根据医药魔方数据，2020-2024 年，碘克沙醇注射液在国内核心医院销售额由 36.96 亿元下降至 21.19 亿元，主要受到集采降价影响，销售量由 702.05 万盒增长至 1147.92 万盒，2025H1，销售额为 9.47 亿元，同比下滑 11%，销售量为 552.66 万盒，同比下滑 4%，价格出现小幅下降。从竞争格局来看，第一大供应商为原研 GE 医疗，市占率超 30%，第二大供应商为扬子江药业，市占率超 20%，公司市占率自 2022 年以来呈持续提升趋势，2024 年市占率近 19%，为第三大供应商。

图表35：碘克沙醇注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	36.96	/	702.05	/	526.46
2021	40.54	10%	878.50	25%	461.43
2022	16.21	-60%	790.44	-10%	205.13
2023	19.56	21%	1044.74	32%	187.21
2024	21.19	8%	1147.92	10%	184.59
2025H1	9.47	-11%	552.66	-4%	171.39

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表36：碘克沙醇注射液国内核心医院竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

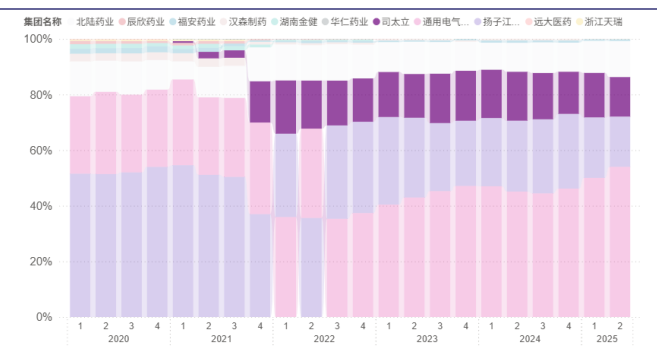
碘海醇注射液国内核心医院市场规模近 15 亿，公司市占率超 15%。根据医药魔方数据，2020-2024 年，碘海醇注射液在国内核心医院销售额由 24.00 亿元下降至 14.74 亿元，主要受到集采降价影响，销售量由 1157.42 万盒增长至 1742.98 万盒，2025H1，销售额为 6.42 亿元，同比下滑 8%，销售量为 847.40 万盒，同比增长 6%，价格下降约 10%。从竞争格局来看，第一大供应商为原研 GE 医疗，市占率超 40%，第二大供应商为扬子江药业，市占率约 25%，公司为第三大供应商，2024 年市占率约 17%。

图表37：碘海醇注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	24.00	/	1157.42	/	207.34
2021	23.57	-2%	1288.77	11%	182.86
2022	11.89	-50%	1220.96	-5%	97.40
2023	12.99	-9%	1451.42	19%	89.50
2024	14.74	-14%	1742.98	20%	84.59
2025H1	6.42	-8%	847.40	6%	75.80

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表38：碘海醇注射液国内核心医院竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

碘帕醇注射液国内核心医院市场规模超 5 亿，公司市占率约 5%。根据医药魔方数据，碘帕醇注射液在国内核心医院销售额由 2020 年的 6.92 亿元增长至 2022 年的 8.91 亿元，2022 年 11 月第七批集采执行，受降价影响，2023 年销售额同比下滑 45%，由于销量持续快速增长，2024 年销售额快速回升，达 5.68 亿元，同比增长 16%，2020-2024 年，核心医院销售量由 269.26 万盒增长

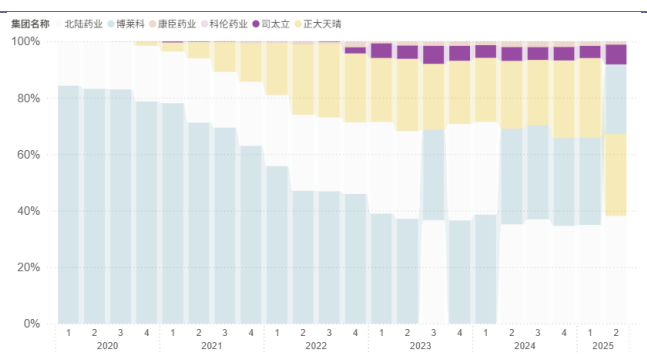
至 544.63 万盒。2025H1，销售额为 2.71 亿元，同比下滑 4%，销售量为 261.40 万盒，同比下滑 4%，价格保持平稳。从竞争格局来看，第一大供应商为北陆药业，市占率超 35%，第二大供应商为原研博莱科，市占率约 30%，第三大供应商为正天晴，市占率超 25%，公司为第四大供应商，2024 年市占率约 5%。

图表39：碘帕醇注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	6.92	/	269.26	/	256.97
2021	8.97	30%	354.15	32%	253.20
2022	8.91	-1%	381.25	8%	233.71
2023	4.90	-45%	456.43	20%	107.36
2024	5.68	16%	544.63	19%	104.34
2025H1	2.71	-4%	261.40	-4%	103.62

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表40：碘帕醇注射液国内核心医院竞争格局



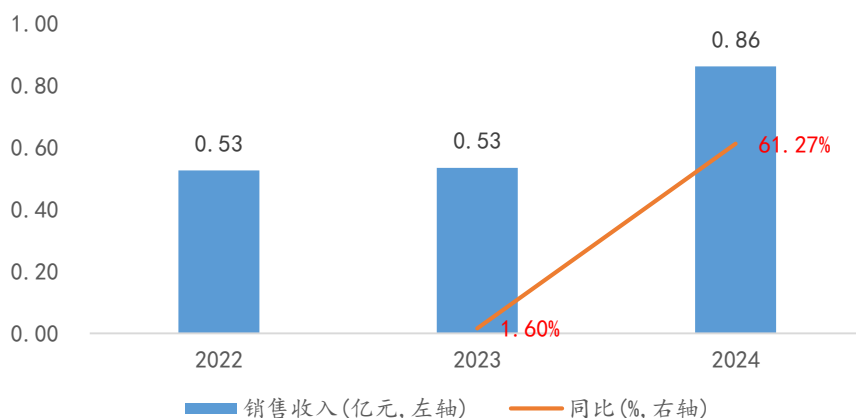
资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

爱尔兰 IMAX 平台+上海制剂工厂有望发挥协同效应，助力海外制剂业务快速增长。国外销售方面，一方面依托爱尔兰 IMAX 制剂平台，在欧洲及部分亚洲国家实现碘海醇制剂的销售，另一方面依托上海制剂工厂，实现自营制剂的海外销售，未来爱尔兰 IMAX 平台+上海制剂工厂有望发挥协同效应。公司海外制剂销售收入由 2022 年的 0.53 亿元增长至 2024 年的 0.86 亿元，其中 2024 年同比增长 61.27%，主要由于上海司太立实现了出口零的突破。

爱尔兰 IMAX 平台：2022 年公司依托海外爱尔兰 IMAX 平台实现碘海醇制剂出口，由于受限于产能和成本，制剂生产主要依靠当地代工，且发货量较小，目前碘海醇注射液已在欧洲及亚洲约 20-30 个国家完成注册。

上海司太立：2023 年底上海司太立制剂新产能转固投产，缓解了产能紧张问题，2024 年上海司太立在 30 多个多家和地区递交碘海醇注射液等制剂的注册申请，加速推进制剂产品海外注册工作，当年在非洲和东南亚 6 个国家获批，并首次实现了自营制剂海外发货，另有中亚、东南亚、非洲等多个国家处于官方审评和客户审评中，预计未来 2 年海外制剂将实现 80% 的非法规市场覆盖。同时，公司正在积极推进上海工厂欧洲 GMP 认证，认证及注册完成后，上海工厂有望成为爱尔兰 IMAX 的生产平台，发挥协同效应。

图表41：2022-2024 年公司海外制剂销售收入及同比增速

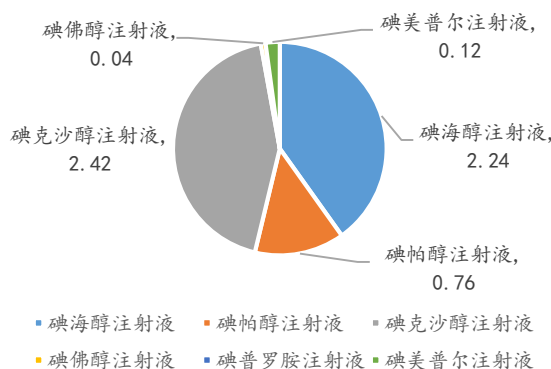


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 制剂产能落地，集采有望带动碘造影剂新产品放量

3 个非国采新产品因产能紧张收入占比不足 1%，制剂产能落地及商业化的推进将使新产品生产逐渐步入正轨。目前我国 X 射线造影剂中只有碘海醇注射液、碘克沙醇注射液、碘帕醇注射液被纳入国采，碘美普尔注射液、碘佛醇注射液、碘普罗胺注射液均为非国采产品，公司 3 个产品分别于 2023 年 2 月、2023 年 10 月及 2025 年 6 月国内获批，但受制于产能紧张，碘美普尔注射液和碘佛醇注射液 2024 年销售额仅为 0.12 亿元和 0.04 亿元，占制剂总收入比例不足 1%。2024 年，制剂新产能落地，产能扩充至原来的 3 倍，三个产品生产线投产，随着产能逐步爬升以及国内商业化的推进，2025 年新产品生产将逐渐步入正轨。

图表42：2024 年公司国内制剂产品销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

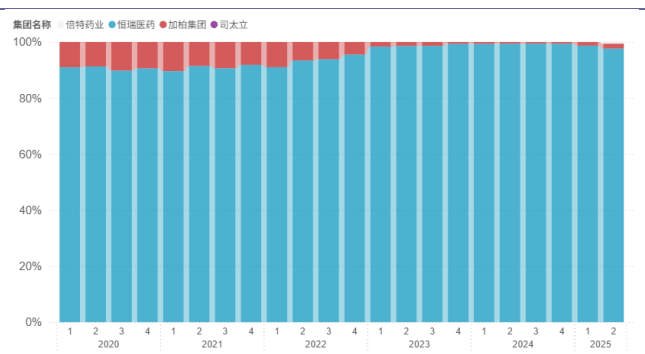
碘佛醇注射液快速增长，2024 年超 28 亿元，竞争格局高度集中。根据医药魔方数据，碘佛醇注射液在国内核心医院销售额由 2020 年的 16.13 亿元增长至 2024 年的 28.88 亿元，期间复合增速达 16%，销售量由 888.98 万盒增长至 1,495.04 万盒，期间复合增速为 14%。2025H1，销售额达 15.35 亿元，同比增长 8%，销售量达 864.56 万盒，同比增长 18%，实现快速增长。从竞争格局来看，主要竞争企业共 4 家，分别为原研加伯集团，以及仿制药企恒瑞医药、司太立、倍特药业，其中恒瑞医药市占率最高，高达 98%，竞争格局高度集中。

图表43：碘佛醇注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	16.13	/	888.98	/	181.46
2021	20.58	28%	1068.86	20%	192.52
2022	24.94	21%	1251.97	17%	199.20
2023	27.65	11%	1416.04	13%	195.24
2024	28.88	5%	1495.04	6%	193.16
2025H1	15.35	8%	864.56	18%	177.56

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表44：碘佛醇注射液国内核心医院竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

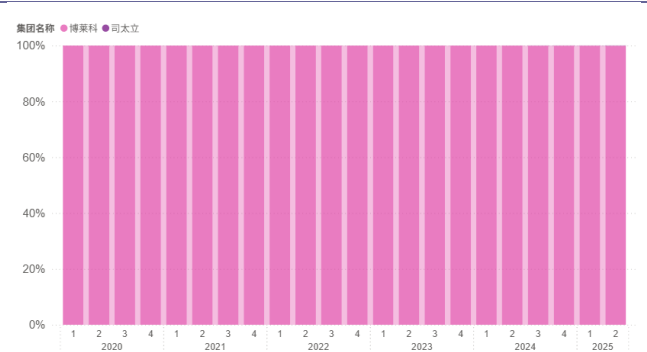
碘美普尔注射液市场规模以近 60% 的复合增速高速增长，2024 年超 10 亿，原研市占率近 100%。根据医药魔方数据，碘美普尔注射液在国内核心医院销售额由 2020 年的 1.60 亿元增长至 2024 年的 10.27 亿元，期间复合增速高达 59%，销售量由 36.70 万盒增长至 242.53 万盒，期间复合增速高达 60%。2025H1，销售额达 5.47 亿元，同比增长 14%，销售量达 129.96 万盒，同比增长 15%，实现快速增长。从竞争格局来看，主要竞争企业共 2 家，为公司及原研博莱科，其中博莱科市占率近 100%，竞争格局高度集中。

图表45：碘美普尔注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	1.60	/	36.70	/	436.51
2021	3.56	122%	83.31	127%	427.20
2022	4.98	40%	117.08	41%	425.38
2023	8.30	67%	196.38	68%	422.89
2024	10.27	24%	242.53	24%	423.25
2025H1	5.47	14%	129.96	15%	420.68

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表46：碘美普尔注射液国内核心医院竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

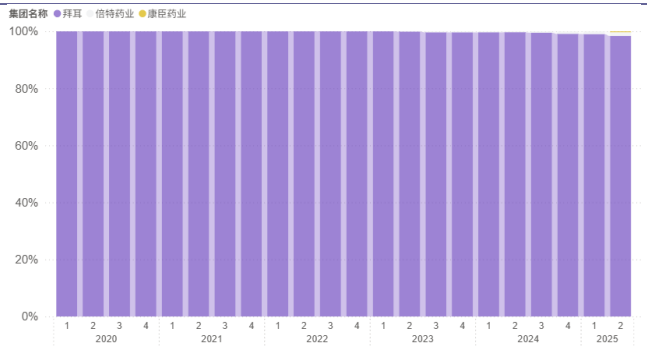
碘普罗胺注射液市场规模快速增长，2024 年超 15 亿，原研市占率超 98%。根据医药魔方数据，碘普罗胺注射液在国内核心医院销售额由 2020 年的 9.55 亿元增长至 2024 年的 15.09 亿元，期间复合增速为 12%，销售量由 308.26 万盒增长至 516.17 万盒，期间复合增速为 14%。2025H1，销售额达 8.15 亿元，同比增长 9%，销售量达 301.00 万盒，同比增长 18%，实现快速增长。从竞争格局来看，主要竞争企业共 3 家，为原研拜耳，及仿制药企倍特药业、康臣药业，其中拜耳市占率超 98%，竞争格局高度集中。

图表47：碘普罗胺注射液国内核心医院销售情况

年度	销售额 (亿元)	销售额 YOY%	销售量 (万盒)	销售量 YOY%	价格 (元/盒)
2020	9.55	/	308.26	/	309.91
2021	11.61	22%	377.18	22%	307.93
2022	11.88	2%	389.12	3%	305.25
2023	13.58	14%	464.76	19%	292.29
2024	15.09	11%	516.17	11%	292.38
2025H1	8.15	9%	301.00	18%	270.88

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表48：碘普罗胺注射液国内核心医院竞争格局



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

集采有望打破高度集中的竞争格局，助力公司新产品逐渐放量。2024 年 6 月，公司碘佛醇注射液成功中标“京津冀“3+N”联动和集采”，2024Q3 开始发货，2024 年销售收入约 400 万元。2025 年 9 月，公司碘美普尔注射液和钆贝葡胺注射液均中选新疆二十六省联盟集采，价格降幅约

20%，公司碘美普尔注射剂中标价为 379.01 元/支，后自主降价至 373.30 元/支，钆贝葡胺注射液中标价为 168.55 元/支，2 个产品均以第二高价格中标，10 月开始执行。2025 年 10 月，公司碘普罗胺注射液中标广东二十二省联盟集采，中标价为 269.30 元/支，除原研外，为同品规中第二高中标价。公司 3 个新产品陆续省采中选，有望开始逐渐放量，且省采价格降幅较为温和，公司中标价较高，利好公司业绩。此外，目前第 11 批反“内卷”、保质量集采新规出台，集采规则全面优化，若造影剂产品被纳入新批次国家集采且公司顺利中标，预计会为公司制剂销售带来较大增量。

图表49：公司新疆二十六省联盟集采中标情况

药品名	规格	中选企业	中选价格 (元/支)	备注
碘美普尔 注射剂	100ml:30 g(1)	正大维康	346	谈判议价
	100ml:35 g(1)	成都倍特	298.7	最低价
		博莱科	310.58	
	100ml:40 g(1)	成都倍特	294	复活
		克萊蒙	386.45	
		圣华曦 药业	295	最低价
		博莱科 医药	374.8	
		司太立	379.01	自主降价 373.3
钆贝葡胺 注射剂	15ml:7.9 35g 钆贝 葡胺	北陆药业	185.69	
		司太立	168.55	
		海南倍特	143.58	复活
		博莱科	144.58	最低价

资料来源：新疆医疗保障局，太平洋证券整理

图表50：公司广东二十二省联盟集采中标情况

药品名	规格	中选企业	中选价格 (元/支)
碘普罗胺 注射液	100ml:62.34g	拜耳	224.39
	200ml:124.7g		381.84
	20ml:12.47g		63.2
	50ml:31.17g		131.85
	100ml:62.34g	成都倍特	223.9
		正大天晴	196
		科伦药业	224
		圣华曦药业	197
	50ml:38.44g	拜耳	158.77
	100ml:76.89g	拜耳	270.2
		成都倍特	269.98
		康臣药业	266
		沐源生物	210.12
		正大天晴	230.14
		司太立	269.3
		科伦药业	269
		圣华曦药业	219
		煜洋药业	260

资料来源：广东省药品交易中心，太平洋证券整理

(三) 海外制剂业务限制因素打破，将开启快速增长新阶段

公司海外制剂业务依托爱尔兰 IMAX 平台、上海司太立双线发展，2022 年公司正式实现制剂海外销售，但 2024 年海外制剂业务收入尚未过亿，体量仍然较小。此前海外制剂业务限制因素或主要有 2 点：①爱尔兰 IMAX 平台生产环节未完全打通，主要依赖欧洲当地代工，生产成本及产能

有较大限制；②上海工厂受到产能及 GMP 限制，只能供应国内集采，无法实现海外发货。

2023 年底，上海司太立制剂新产能转固投产，缓解了产能紧张问题，2024 年上海司太立首次实现了自营制剂海外发货，主要以非法规市场为主，公司正在积极推进上海工厂欧洲 GMP 认证，预计 2026Q1 完成，GMP 认证完成后，上海工厂将成为爱尔兰 IMAX 的生产平台，打通海外制剂生产环节，降低生产成本，缓解产能紧张，发挥协同效应，公司海外制剂业务将开启快速增长新阶段。

图表51：2025 年以前公司海外制剂业务增长限制因素

海外制剂业务平台	限制因素
爱尔兰 IMAX	生产环节未完全打通，生产成本较高，排产受限
上海司太立	产能利用率较高，暂无欧洲 GMP 认证

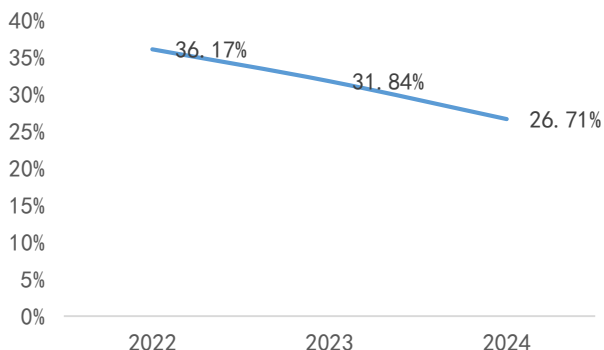
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 产能利用率提升将有效降低生产成本，改善制剂盈利水平

2022-2024 年，公司造影剂制剂业务毛利率持续下降。2023 年为 31.84%，同比下滑 4.33pct，主要由于主要原料碘价达到历史高点，整体原料成本上升，上海司太立毛利率下降；2024 年造影剂制剂业务毛利率为 26.71%，同比下滑 5.13pct，主要由于公司制剂新产能投产，总体产能利用率较低，单位成本较高，同时碘海醇制剂国家集采到期后，接续价格有所下降，从而压缩了制剂的利润空间。

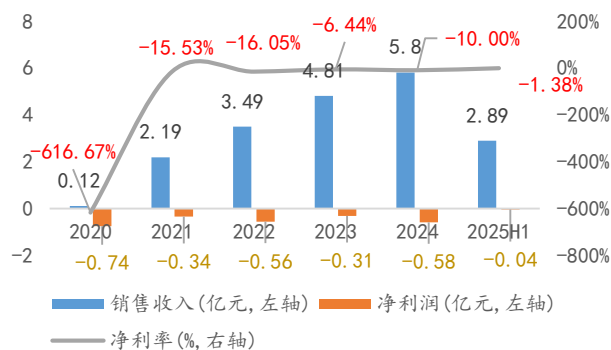
当前，上海司太立尚未盈利，2024 年净利率为-10%。一方面，碘价自 2022 年持续攀升，达到历史高点，公司调整上海司太立 API 价格，原料成本同期提高。另一方面，2023 年碘美普尔注射液、碘佛醇注射液获批，逐步进入销售期，制剂推广费加大投入，上海司太立销售费用持续增长，同时 2023 年底-2024 年制剂新产能投产，产能利用率相对较低，且出现一部分新增折旧。

图表52：2022-2024 年公司造影剂制剂毛利率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表53：2020-2025H1 上海司太立营收、利润、净利率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

产能利用率提升将大幅改善盈利水平。2022-2024 年，公司制剂板块总体产能利用率由 73%下降至 29%，主要由于“碘造影剂全环节联动智能化改造项目”产线于 2023 年 10 月验收转固后，处于原有制剂产品场地变更阶段所致。剔除新产线后的产能利用率持续提升，2022-2024 年基本实现满产满销，并在 2024 年打满产能。

当前制剂产能处于产能爬坡阶段，随着新产品的陆续放量，以及场地变更工作的完成，制剂产能利用率有望持续提升，将大幅改善盈利水平。2025H1，上海司太立盈利能力已经出现较为明显的改善，净利润为-387.81 万元，同比减亏 2,273.46 万元，净利率为-1.38%，同比大幅收窄 7.58pct。

图表54：2022-2024 公司制剂板块产能利用率情况

年度	产销率	总体产能利用率	剔除新产线后的产能利用率
2022	100%	73%	73%
2023	107%	53%	88%
2024	90%	29%	100%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、收入拆分与估值

(一) 关键假设

按公司各类业务分别进行关键假设：

1) **造影剂业务：**随着全球慢性疾病患病率不断增长，CT 检查数量将显著增加，未来十年碘造

影剂的全球需求量或将翻一番，2025 年底，公司原料药建成产能将达到 3,000 吨，有望承接新增需求；同时，公司制剂新产能已建成，碘造影剂新产品有望借助集采持续放量，海外法规认证及产品注册进行中，未来爱尔兰 IMAX 平台+上海制剂工厂有望发挥协同效应，海外制剂业务将实现快速增长。预计造影剂业务收入增速有望逐年提升，2025-2027 年营业收入分别为 20.09 亿元，22.98 亿元，26.74 亿元，分别同比增长 7.41%，14.40%，16.39%，预计随着产能利用率的逐渐提升以及毛利率较高的制剂业务占比提升，造影剂业务毛利率有望逐渐修复，2025-2027 年分别为 22.00%，28.00%，34.00%。

2) 喹诺酮业务：预计喹诺酮业务保持稳健，2025-2027 年营业收入分别为 0.51 亿元，0.54 亿元，0.57 亿元，分别同比增长-10.00%，5.00%，5.00%。预计随着产品结构变化，毛利率有望提升，2025-2027 年分别为 15.00%，17.00%，19.00%。

3) CMO/CDMO 业务：预计 CMO/CDMO 业务稳健增长，2025-2027 年营业收入分别为 0.55 亿元，0.57 亿元，0.60 亿元，分别同比增长 5.00%，5.00%，5.00%。预计随着工艺持续优化，CMO/CDMO 业务有望逐渐减亏，2025-2027 年毛利率分别为 0.00%，5.00%，10.00%。

4) 期间费用率：①销售费用率：随着公司国内制剂新产品逐渐放量以及海外制剂注册陆续获批，预计销售费用率呈增长趋势，2025-2027 年分别为 4.50%，4.50%，4.70%；②财务费用率：随着营业收入的增长，预计财务费用率呈下降趋势，2025-2027 年分别为 2.01%，1.96%，1.58%；③管理费用率：预计到 2025 年底，新产能基本投产，初期产能利用率相对较低，且将产生新增折旧费用，预计管理费用率呈上升趋势，2025-2027 年分别为 6.00%，6.80%，7.00%；④研发费用率：预计研发费用率保持基本稳定，2025-2027 年分别为 5.00%，5.20%，5.20%。

(二) 收入拆分与盈利预测

截止至 2025 年 11 月 16 日，公司的收盘价为 11.87 元，总市值为 52.04 亿元，我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 25.04 亿元、28.18 亿元和 32.21 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 0.46 亿元、1.69 亿元和 3.22 亿元，对应的 2025-2027 年 EPS 分别为 0.10 元/股、0.39 元/股和 0.73 元/股，市盈率分别为 114 倍、31 倍和 16 倍。

图表55：公司收入及毛利率拆分

项目/年度	2024A			2025E			2026E			2027E		
单位： 百万元	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率
造影剂业务	1870.01	2.94%	22.58%	2008.65	7.41%	22.00%	2297.83	14.40%	28.00%	2674.47	16.39%	34.00%
喹诺酮业务	57.02	24.14%	6.27%	51.32	-10.00%	15.00%	53.88	5.00%	17.00%	56.58	5.00%	19.00%
CMO/CDMO	52.10	-46.42%	-13.55%	54.71	5.00%	0.00%	57.44	5.00%	5.00%	60.31	5.00%	10.00%
其他系列	34.01	-5.07%	59.69%	35.71	5.00%	60.00%	37.50	5.00%	60.00%	39.37	5.00%	60.00%
其他	337.09	68.21%	5.25%	353.94	5.00%	6.00%	371.64	5.00%	6.00%	390.22	5.00%	6.00%
合计	2350.23	7.02%	19.43%	2504.33	6.56%	19.66%	2818.29	12.54%	24.85%	3220.95	14.29%	30.21%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表56：盈利预测表

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业收入	2,350.22	2,504.33	2,818.29	3,220.95
增长率 (%)	7.02%	6.56%	12.54%	14.29%
归母净利润	-49.10	45.71	169.07	321.81
增长率 (%)	-211.0%	193.11%	265.85%	90.34%
EPS (元/股)	-0.11	0.10	0.39	0.73
市盈率 (P/E)	-	113.84	30.78	16.17

资料来源：携宁，太平洋证券整理

(三)PE 估值及投资建议

选取行业中与司太立业务最为相近的兄弟科技、华海药业、天宇股份三家公司，2025-2027 年三家公司的平均 PE 分别为 36 倍、28 倍、24 倍。考虑到造影剂行业竞争格局较为集中，未来市场规模有望翻倍，公司大规模产能投放收尾，原料药产能有望承接新增需求，国内制剂新产品将借助集采逐步放量，海外制剂业务生产环节打通，开启快速增长阶段，盈利能力或逐渐改善，公司利润增长有望提速，估值应具备溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表57：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300702	天宇股份	27.37	95.24	0.89	1.18	1.51	30.75	23.19	18.09
600521	华海药业	18.95	283.73	0.67	0.80	0.85	28.28	23.61	22.38
002562	兄弟科技	7.28	83.20	0.15	0.19	0.24	48.53	38.32	30.33
可比公司平均		17.87	154.06	0.57	0.72	0.87	35.86	28.37	23.60
603520	司太立	11.87	52.04	0.10	0.39	0.73	113.84	30.78	16.17

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：股价为 2025 年 11 月 16 日收盘价，司太立来自太平洋研究院预测，其余数据来自 IFIND 一致

六、风险提示

1、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，近几年受行业供需不平衡影响，碘进口价格大幅上升，目前虽然较高峰时已经有一定程度下降但仍维持在较高水平，未来不排除因供应商产能受限、国际原油波动导致运费上涨、战争等不可抗力因素的影响导致原材料价格进一步上升，影响公司生产成本的风险。

2、政策风险

医药行业受国家及行业政策变化的影响较大，相关政策法规体系的进一步修订和完善可能不同程度地对公司研发、生产和销售产生影响。同时，国家的环保政策日益趋严，随着政策的不断推出，公司可能面临环保不达标风险。

3、研发风险

药品研发具有高投入、高风险、周期长的特点，研发过程中存在诸多不确定性，还会受到审批政策、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。

4、外汇汇率波动风险

公司海外业务占比超 50%，贸易摩擦以及国际经济形势的不稳定性带来的贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

资产负债表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	565	603	593	959	1,490
应收和预付款项	358	319	465	451	511
存货	1,148	1,105	1,151	1,157	1,156
其他流动资产	193	204	249	264	291
流动资产合计	2,265	2,231	2,457	2,831	3,449
长期股权投资	100	105	107	109	111
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,890	1,994	2,194	2,173	2,049
在建工程	453	871	553	338	209
无形资产开发支出	315	304	293	281	269
长期待摊费用	16	12	10	8	6
其他非流动资产	2,742	2,759	2,999	3,383	4,010
资产总计	5,516	6,046	6,155	6,291	6,654
短期借款	1,855	1,441	1,391	1,491	1,691
应付和预收款项	508	533	618	631	664
长期借款	734	537	837	767	717
其他负债	660	900	641	646	658
负债合计	3,758	3,411	3,487	3,535	3,730
股本	343	438	438	438	438
资本公积	811	1,643	1,643	1,643	1,643
留存收益	600	529	554	642	809
归母公司股东权益	1,753	2,628	2,662	2,750	2,917
少数股东权益	6	6	6	6	6
股东权益合计	1,759	2,634	2,668	2,756	2,924
负债和股东权益	5,516	6,046	6,155	6,291	6,654

现金流量表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	45	194	251	556	675
投资性现金流	-254	-491	-171	-74	-74
融资性现金流	83	299	-92	-115	-70
现金增加额	-126	-19	-11	366	531

利润表（百万）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,196	2,350	2,504	2,818	3,221
营业成本	1,663	1,893	2,012	2,118	2,248
营业税金及附加	18	19	21	23	26
销售费用	99	127	113	127	151
管理费用	128	117	150	192	225
财务费用	96	105	50	55	51
资产减值损失	-29	-36	-10	-10	-10
投资收益	-14	-10	5	6	6
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	49	-54	56	200	378
其他非经营损益	-4	-4	-3	-3	-3
利润总额	45	-57	53	197	375
所得税	1	-8	8	28	53
净利润	45	-49	46	169	322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	44	-49	46	169	322

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.29%	19.43%	19.66%	24.85%	30.21%
销售净利率	2.01%	-2.09%	1.83%	6.00%	9.99%
销售收入增长率	3.04%	7.02%	6.56%	12.54%	14.29%
EBIT 增长率	-0.73%	-55.98%	47.02%	143.25%	69.03%
净利润增长率	158.32%	-211.00%	193.11%	269.85%	90.34%
ROE	2.52%	-1.87%	1.72%	6.15%	11.03%
ROA	0.82%	-0.85%	0.75%	2.72%	4.97%
ROIC	3.27%	1.16%	1.71%	4.06%	6.48%
EPS (X)	0.13	-0.12	0.10	0.39	0.73
PE (X)	91.31	—	113.84	30.78	16.17
PB (X)	2.32	1.98	1.95	1.89	1.78
PS (X)	1.85	2.21	2.08	1.85	1.62
EV/EBITDA (X)	18.94	24.01	18.29	12.05	8.49

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。