

2023年03月27日

天士力（600535.SH）

公司快报

医药 | 中成药III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2023-03-27) **13.71 元**

交易数据

总市值（百万元）	20,560.89
流通市值（百万元）	20,560.89
总股本（百万股）	1,499.70
流通股本（百万股）	1,499.70
12个月价格区间	14.85/9.45

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.86	23.26	-0.31
绝对收益	-4.06	27.65	-4.19

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsec.cn

相关报告

天士力：业绩迎来拐点，中药创新药价值重估-天士力（600535） 2023.2.21

业绩拐点已至，中药创新药迎来收获期

投资要点

- ◆ **业绩拐点已至：2022 年实现收入 85.93 亿元（+8%）和扣非归母净利润净利润 7.22 亿元（+19%），扭转了过去三年因医药商业业务剥离、新冠疫情影响、投资标的公允价值变动影响导致的扣非净利润负增长。分业务来看，医药工业实现收入 71.46 亿元（+7%），中药业务实现收入 55.57 亿元（+9%），化学制剂实现收入 12.70 亿元（+1%）。受到疫情影响，核心产品销售增速略有下降，2022 年复方丹参滴丸销量同比增长 5%，养血清脑系列销量同比增长约 3%，芪参益气滴丸同比增长 4%，注射用益气复脉销量增长 22%。公司核心产品聚焦心脑血管疾病，2023 年疫情后有望恢复 10%以上稳定增长。**
- ◆ **老产品发新芽，中药创新药研发步入收获期：最大单品复方丹参滴丸于 2021 年底获批糖尿病视网膜病变新适应症，目标人群超过 2000 万，有望进一步加快产品放量；高原反应适应症已进入 3 期临床，未来获批后将打开新的成长空间。养血清脑丸和芪参益气滴丸均有新适应症处于 3 期临床。公司高度重视研发，2022 年公司研发支出达 10.16 亿，占收入比例进一步提升至 11.82%。2019 年独家品种芍药止痉颗粒获批，2021 年底独家品种坤心宁颗粒获批。目前公司研发管线中共有 41 款 1 类创新药，并有 39 款药品已进入临床阶段，其中 24 款已处于临床 II、III 期研究阶段，如安神滴丸、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒等中药重磅品种。**
- ◆ **投资建议：**我们公司预测 2023-2025 年归母净利润分别为 9.15/11.37/13.56 亿元，增速翻倍 457%/24%/19%，对应 PE 分别为 23/18/15 倍。预计公司 2023 年归母净利润约为 9.15 亿元，其中持股 90%的子公司天士力生物由于研发投入导致年度亏损超 4 亿，化学药业务按照 10%净利润估算净利润约为 1.3 亿，据此估计中药业务净利润约为 12 亿元。考虑到公司业绩恢复增长且估值低，维持“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**产品研发失败风险；产品降价风险；市场竞争风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,952	8,593	9,143	10,087	10,907
YoY(%)	-41.4	8.1	6.4	10.3	8.1
净利润(百万元)	2,359	-257	915	1,137	1,356
YoY(%)	109.5	-110.9	456.7	24.2	19.3
毛利率(%)	66.3	64.0	67.0	67.3	67.5
EPS(摊薄/元)	1.57	-0.17	0.61	0.76	0.90
ROE(%)	18.1	-2.7	6.8	8.0	8.9
P/E(倍)	8.7	-80.2	22.5	18.1	15.2
P/B(倍)	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4
净利率(%)	29.7	-3.0	10.0	11.3	12.4

数据来源：聚源、华金证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9249	9228	9491	10403	11068
现金	2304	3110	2872	3752	3979
应收票据及应收账款	1295	891	1435	1132	1643
预付账款	62	78	71	93	85
存货	1548	1516	1477	1791	1724
其他流动资产	4041	3634	3636	3635	3638
非流动资产	7292	7202	7124	7070	6906
长期投资	484	1026	1026	1026	1026
固定资产	3682	3549	3420	3410	3355
无形资产	1626	1584	1651	1635	1576
其他非流动资产	1501	1042	1026	998	949
资产总计	16542	16430	16615	17473	17974
流动负债	1855	2109	1675	2046	1833
短期借款	178	184	200	200	200
应付票据及应付账款	729	869	692	1012	820
其他流动负债	949	1055	783	834	813
非流动负债	1373	1652	1346	1055	740
长期借款	1034	1376	1071	780	464
其他非流动负债	338	276	276	276	276
负债合计	3228	3760	3021	3102	2573
少数股东权益	333	265	274	286	299
股本	1513	1500	1500	1500	1500
资本公积	1530	1327	1327	1327	1327
留存收益	10222	9472	10130	11007	12125
归属母公司股东权益	12981	12405	13320	14085	15101
负债和股东权益	16542	16430	16615	17473	17974

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2801	2285	566	1830	1064
净利润	2408	-341	924	1148	1370
折旧摊销	420	448	375	399	429
财务费用	39	30	-38	-57	-83
投资损失	-1758	22	0	0	0
营运资金变动	1276	568	-695	340	-651
其他经营现金流	415	1559	0	0	0
投资活动现金流	-43	-1265	-297	-346	-265
筹资活动现金流	-2483	-236	-507	-605	-572

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.57	-0.17	0.61	0.76	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	1.52	0.38	1.22	0.71
每股净资产(最新摊薄)	8.66	8.27	8.88	9.39	10.07

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7952	8593	9143	10087	10907
营业成本	2678	3090	3018	3296	3544
营业税金及附加	117	134	128	141	153
营业费用	2906	2880	3566	3732	3927
管理费用	432	368	457	504	545
研发费用	580	844	914	1110	1200
财务费用	39	30	-38	-57	-83
资产减值损失	-262	-372	0	0	0
公允价值变动收益	-80	-1104	0	0	0
投资净收益	1758	-22	0	0	0
营业利润	2733	-153	1097	1361	1622
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	13	10	10	10	10
利润总额	2724	-160	1087	1351	1612
所得税	316	180	163	203	242
税后利润	2408	-341	924	1148	1370
少数股东损益	49	-84	9	11	14
归属母公司净利润	2359	-257	915	1137	1356
EBITDA	3154	296	1424	1693	1957

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-41.4	8.1	6.4	10.3	8.1
营业利润(%)	85.6	-105.6	817.4	24.0	19.2
归属于母公司净利润(%)	109.5	-110.9	456.7	24.2	19.3
获利能力					
毛利率(%)	66.3	64.0	67.0	67.3	67.5
净利率(%)	29.7	-3.0	10.0	11.3	12.4
ROE(%)	18.1	-2.7	6.8	8.0	8.9
ROIC(%)	16.5	-2.2	6.0	7.1	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	22.9	18.2	17.8	14.3
流动比率	5.0	4.4	5.7	5.1	6.0
速动比率	2.7	2.4	3.2	2.9	3.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.0	7.9	7.9	7.9	7.9
应付账款周转率	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
估值比率					
P/E	8.7	-80.2	22.5	18.1	15.2
P/B	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.0	63.4	13.0	10.2	8.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn