

研究所

证券分析师:

周小刚 S0350521090002

zhouxg@ghzq.com.cn

业绩靓丽，核心业务稳步增长

——天士力（600535）2023年一季度点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/24

表现	1M	3M	12M
天士力	15.1%	33.3%	23.1%
沪深300	-1.1%	-4.8%	-0.8%

市场数据

2023/04/24

当前价格(元)	15.50
52周价格区间(元)	9.20-17.14
总市值(百万)	23,245.35
流通市值(百万)	23,245.35
总股本(万股)	149,970.01
流通股本(万股)	149,970.01
日均成交额(百万)	246.85
近一月换手(%)	1.38

《——天士力（600535）2022年年报点评报告：业绩增长稳健，增长动力充足（买入）*中药II*周小刚》——2023-03-28

事件：

天士力发布2023年一季度报：2023年Q1公司实现营收20.80亿元，同比增长10.92%、扣非归母净利润2.79亿元，同比增长20.53%。中药业务收入13.77亿元，同比增长22.06%、毛利率提升3.65pct。

投资要点：

- **应收账款进一步降低。**公司一季报显示应收账款为7.65亿元，较2022/12/31降低1.27亿元。
- **重点产品二次开发进展顺利，新增市场空间广阔。**芪参益气滴丸增加糖尿病肾病适应症获得临床实验批准书，根据IDF统计，我国糖尿病患者约有1.41亿人，根据公司公告，糖尿病肾病患病率为20%~40%，我们假设患病率为30%，则该适应症对应约4230万患者、增加心衰适应症II期临床稳步推进。复方丹参滴丸治疗稳定性心绞痛适应症与防治高原综合征申报FDA新药临床研发稳步推进。
- **在研管线丰富，未来增长动能充足。**公司现代中药有18款产品处于临床II、III期阶段，其中安神滴丸、脊痛宁片正在开展III期临床研究。肠康颗粒、香橘乳癖宁胶囊、苏苏小儿止咳颗粒、连夏消痞颗粒、三黄睛视明正在II期临床数据总结及II期临床试验结束会议（EOP2）准备中。未来随着新品的逐步获批，公司有望迎来新一轮增长。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为中药创新药龙头，在心脑血管中成药领域优势显著，看好公司长期发展。我们预计2023/2024/2025公司收入分别为80.66、90.39、98.49亿元，同比变动为-6.14%/12.06%/8.96%；对应归母净利润分别为9.42、11.25、13.17亿元，同比增长467.05%、19.52%、17.01%；对应PE估值24.69X/20.66X/17.65X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**核心产品市场推广不及预期、适应症拓展不及预期、原材料供应风险、集采降价风险、心脑血管中成药竞争风险加剧风险、测算仅供参考，以实际为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8593	8066	9039	9849
增长率 (%)	8	-6	12	9
归母净利润 (百万元)	-257	942	1125	1317
增长率 (%)	-111	467	20	17
摊薄每股收益 (元)	-0.17	0.63	0.75	0.88
ROE (%)	-2	7	8	8
P/E	—	24.69	20.66	17.65
P/B	1.30	1.74	1.61	1.47
P/S	1.88	2.88	2.57	2.36
EV/EBITDA	8.09	13.90	11.48	9.02

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天士力盈利预测表

证券代码:	600535				股价:	15.50		投资评级:	买入		日期:	2023/04/24	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-2%	7%	8%	8%	EPS	-0.17	0.63	0.75	0.88				
毛利率	64%	64%	64%	64%	BVPS	8.27	8.90	9.65	10.53				
期间费率	38%	37%	37%	36%	估值								
销售净利率	-3%	12%	12%	13%	P/E	—	24.69	20.66	17.65				
成长能力					P/B	1.30	1.74	1.61	1.47				
收入增长率	8%	-6%	12%	9%	P/S	1.88	2.88	2.57	2.36				
利润增长率	-111%	467%	20%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.52	0.47	0.48	0.49	营业收入	8593	8066	9039	9849				
应收账款周转率	9.64	17.81	11.26	33.76	营业成本	3090	2944	3245	3546				
存货周转率	5.67	7.33	6.35	10.47	营业税金及附加	134	137	136	148				
偿债能力					销售费用	2880	2662	2933	3152				
资产负债率	23%	21%	22%	20%	管理费用	368	403	482	492				
流动比	4.38	5.18	4.83	5.70	财务费用	30	-52	-95	-112				
速动比	3.60	4.57	4.21	5.25	其他费用/(-收入)	844	887	1039	1107				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-153	1166	1389	1614				
现金及现金等价物	4235	6458	7345	9507	营业外净收支	-8	-10	-8	-8				
应收款项	891	453	803	292	利润总额	-160	1156	1381	1606				
存货净额	1516	1101	1423	941	所得税费用	180	185	221	249				
其他流动资产	2586	2139	2382	2593	净利润	-341	971	1160	1357				
流动资产合计	9228	10151	11952	13333	少数股东损益	-84	29	35	41				
固定资产	3549	3458	3340	3194	归属于母公司净利润	-257	942	1125	1317				
在建工程	103	98	93	88	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	2524	2519	2514	2509	经营活动现金流	2285	2470	1151	2407				
长期股权投资	1026	1026	1026	1026	净利润	-257	942	1125	1317				
资产总计	16430	17251	18925	20149	少数股东权益	-84	29	35	41				
短期借款	184	184	184	184	折旧摊销	532	332	378	386				
应付款项	869	718	1157	970	公允价值变动	1104	0	0	0				
预收帐款	64	81	90	98	营运资金变动	579	1151	-401	649				
其他流动负债	991	976	1040	1086	投资活动现金流	-1265	-240	-258	-238				
流动负债合计	2109	1959	2472	2340	资本支出	-402	-240	-258	-238				
长期借款及应付债券	1376	1376	1376	1376	长期投资	-920	0	0	0				
其他长期负债	276	276	276	276	其他	57	0	0	0				
长期负债合计	1652	1652	1652	1652	筹资活动现金流	-236	-7	-7	-7				
负债合计	3760	3611	4124	3991	债务融资	480	0	0	0				
股本	1500	1500	1500	1500	权益融资	20	0	0	0				
股东权益	12670	13640	14801	16158	其它	-736	-7	-7	-7				
负债和股东权益总计	16430	17251	18925	20149	现金净增加额	814	2224	887	2162				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。

责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。