

中药板块表现亮眼， 主业经营符合预期

核心观点

4月24日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入20.80亿元，同比增长10.92%；归母净利润2.66亿元，同比实现扭亏为盈；扣非后净利润2.79亿元，同比增长20.53%，业绩符合预期。公司主业利润实现较好增长，主要归功于公司进一步加强市场销售及推广工作，核心心脑血管品种增长较好，叠加Q1感冒发热品类在防疫政策逐步优化下实现快速放量，整体经营向好。

事件

公司发布2023年第一季度报告

4月24日晚，公司发布2023年第一季度报告，实现营业收入20.80亿元，同比增长10.92%；归母净利润2.66亿元，同比实现扭亏为盈；扣非后净利润2.79亿元，同比增长20.53%，实现每股收益0.18元，业绩符合预期。

简评

中药板块表现亮眼，主业经营符合预期

重要财务指标（基于扣非后利润）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,952	8,593	9,248	10,067	10,948
YOY(%)	-41.4	8.1	7.6	8.9	8.8
扣非后净利润(百万元)	609	722	868	1,049	1,238
YOY(%)	-12.1	18.6	20.3	20.9	18.0
毛利率(%)	66.3	64.0	64.4	64.9	65.1
净利率(%)	7.7	8.4	9.4	10.4	11.3
ROE(%)	4.7	5.8	6.6	7.5	8.2
EPS(摊薄/元)	0.41	0.48	0.58	0.70	0.83
P/E(倍)	38.2	32.2	26.8	22.2	18.8
P/B(倍)	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源: iFinD, 中信建投证券

天士力(600535.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年04月25日

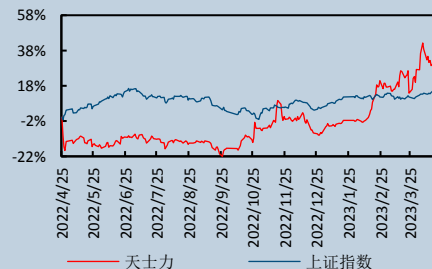
当前股价: 15.41元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
6.35/4.30	32.50/31.39	14.57/9.81
12月最高/最低价(元)		16.83/9.22
总股本(万股)		149,970.01
流通A股(万股)		149,970.01
总市值(亿元)		231.10
流通市值(亿元)		231.10
近3月日均成交量(万)		1819.70
主要股东		
天士力控股集团有限公司		45.57%

股价表现



相关研究报告

- 2023-03-29 【中信建投中药 II】天士力(600535):主业经营保持稳健,全年业绩符合预期
- 2023-01-19 【中信建投中药 II】天士力(600535):主业经营保持稳健,全年业绩符合预期

整体来看，23 年 Q1 公司收入端同比增长 10.92%，在核心医药工业板块的带动下实现了稳健增长；归母净利润同比实现扭亏为盈，主要由于去年同期公司持有的天境生物（I-MAB）、科济药业等金融资产公允价值大幅下降导致去年同期基数较低；剔除投资等非主业影响，公司扣非后净利润同比增长 20.53%，主要归功于公司进一步加强市场销售及推广工作，核心心脑血管品种增长较好，叠加 Q1 感冒发热品类在防疫政策逐步优化下实现快速放量，整体经营向好。

医药工业在中药板块带动下实现稳增长，商业实现平稳增长

2023 年 Q1 分板块来看：1) **医药工业板块**：实现营收 17.14 亿元，同比增长 12.23%，毛利率为 73.13%，同比增长 2.65 个百分点，其中三大核心业务板块中药、化学制剂药、生物药分别实现营收 13.77 亿元(+22.06%)、2.60 亿元(-18.63%)、0.57 亿元(-2.06%)，工业板块在中药板块的带动下实现了相对稳健的增长；随着公司积极推进丹滴糖网适应症、蒂清集采影响逐步弱化、以及生物药普佑克的新适应症进展，预计 23 年有望在中药板块的带动下保持稳健增长趋势。2) **医药商业板块**：实现营收 3.48 亿，同比增长 6.36%，毛利率为 28.74%，同比增长 3.93 个百分点，实现了平稳增长。

中药板块实现较好增长，丹滴市场潜力有望持续释放

2023 年 Q1，公司中药板块实现较好增长，实现收入 13.77 亿元，同比增长 22.06%，毛利率 72.09%，同比增长 3.65 个百分点，推测主要由于盈利能力较强的核心品种增长较好，收入占比提升所致。公司心脑血管品类 Q1 实现收入 11.64 亿元，同比增长 15.94%，毛利率 75.92%，同比增长 3.99 个百分点，其中核心独家品种复方丹参滴丸预计实现较好增长，随着公司积极与 AI 智能诊断合作，加强医生和基层教育，有助于进一步打开丹滴市场空间，看好 23 年糖网适应症推广给丹滴产品带来的增量贡献。展望未来，公司以复方丹参滴丸带动了养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸等系列领先品牌产品，构建了以心脑血管用药为主的现代中药大药体系，在基层市场和等级医院相关政策红利下，预计 23 年公司心脑血管品类中药三大基药产品有望保持稳健增长趋势。

除此之外，受益于防疫政策的进一步优化，2023 年 Q1 公司感冒发烧药品实现收入 1.79 亿元，同比增长 65.18%，主要系穿心莲内酯滴丸和藿香正气滴丸销量增加所致，毛利率上升 9.71 个百分点至 63.72%，收入及利润两端均实现了较好增长。

毛利率同比下降，其余财务指标基本正常

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 65.63%，同比增长 3.21 个百分点，主要由于盈利能力较强的心脑血管品类收入占比提升；销售费用率为 32.27%，同比减少 1.31pp，控费效果理想；管理费用率为 3.99%，同比减少 0.38pp，控费效果理想；研发费用率为 7.96%，同比增加 0.62pp，基本保持稳定；经营活动产生的现金流量净额同比增长 78.91%，主要由于报告期内公司银行承兑汇票托收贴现金额高于去年同期；投资活动产生的现金流量净额同比下降 211.77%，主要由于投资支付的现金增多；筹资活动产生的现金流量净额同比增加 144.16%，主要系公司取得借款收到的现金较去年同期大幅增长。其它财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

剔除公司资产价格波动等非经常性损益事项的影响，公司业务表现良好，主业经营保持稳健。展望未来，公司将围绕心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域，不断进行研发管线创新，积极拓展新适应症，随着丹滴糖网适应症获批、化药注射用替莫唑胺、苯扎贝特缓释片等产品陆续获批上市以及生物药普佑克的新适应症进展，预计公司未来主业业绩有望继续保持平稳增长。不考虑投资收益、资产公允价值变动及额外的研发费用投

入影响，预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 92.48 亿元、100.67 亿元、109.48 亿元，扣非归母净利润分别为 8.68 亿元、10.49 亿元、12.38 亿元，同比增长分别为 20.3%、20.9%、18.0%，维持“买入”评级。

风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 产品降价风险（省际集采联盟导致产品降价超预期）：集采导致的产品降价以及医院端市场份额直接减少，进而将会直接影响公司整体经营情况和利润水平；3) 原材料及动力成本涨价风险：中药种植周期较长，公司所需原料价格波动将会导致成本上升，进而影响公司整体利润；4) 中药政策环境不稳定：目前中药相关大环境并未完全稳定，日后若有相关政策出台可能导致市场较为混乱进而影响公司经营状况。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

袁全

yuanquan@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk