

天士力 (600535.SH)

业绩符合预期，中药板块加速增长，持续看好公司中药管线布局

事件：公司发布2023年一季报，实现营业收入20.80亿元，同比增长11%，其中工业收入17.14亿元，同比增长12%，商业收入3.48亿元，增长6%；归母净利润2.66亿元，同比增长148%，主要系公司持有的I-MAB、科济药业等金融资产公允价值去年同期下降较多的原因；扣非净利润2.79亿元，同比增长21%。

具体板块看，公司中药板块，实现收入13.78亿元，同比增长22%，中药板块加速增长；化学制剂收入2.60亿元，同比下降19%，主要是蒂清执行集采新价格的影响。生物药收入5662万元，保持稳定。公司一季度中药板块增速提升明显，我们预计主要是核心产品复方丹参滴丸销售较好，同时有感冒发烧类药物放量提升。

公司中药研发管线突出，国内中药研发管线第一梯队。根据公司2022年年报披露情况，公司有18款中药产品处于临床II/III期阶段，其中安神滴丸和脊痛宁已进入临床III期，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；芪参益气滴丸增加心衰适应症和养血清脑丸增加阿尔茨海默病(AD)适应症II期临床试验稳步推进；国际上，复方丹参滴丸急性高原综合症(AMS)处于临床III期，复方丹参滴丸慢性心绞痛处于临床III期。创新中药芍麻止痉颗粒、坤心宁颗粒，已获批，并成功进入国家医保。公司中药研发管线突出，是国内第一梯队，后续中药审批加快大背景下，公司有望持续兑现业绩。

盈利预测：预计公司2023-2025年归母净利润分别为9.1亿、10.61亿元以及12.20亿元，同比增长455%、17%以及15%，对应PE分别25X、21X以及19X。维持“买入”评级。

风险提示：公司产品放量低于预期；产品研发进度不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,952	8,593	9,431	10,010	11,190
增长率 yoy (%)	-41.4	8.1	9.7	6.1	11.8
归母净利润(百万元)	2,359	-257	910	1,061	1,220
增长率 yoy (%)	109.5	-110.9	454.7	16.6	15.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.57	-0.17	0.61	0.71	0.81
净资产收益率(%)	18.1	-2.7	7.7	8.5	9.2
P/E(倍)	9.6	-88.5	25.0	21.4	18.6
P/B(倍)	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6

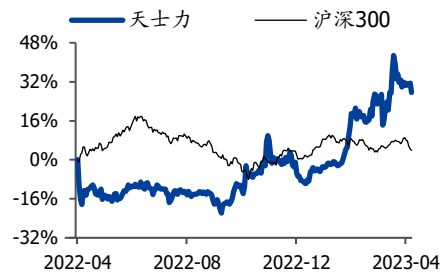
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月28日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	中药
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	15.14
总市值(百万元)	22,705.46
总股本(百万股)	1,499.70
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	21.14

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 祁瑞

执业证书编号：S0680519060003

邮箱：qirui@gszq.com

相关研究

- 《天士力(600535.SH)：业绩符合预期，持续看好公司中药管线布局》2023-04-03
- 《天士力(600535.SH)：短期受公允价值变动影响，中长期继续看好公司发展》2022-04-28



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9249	9228	8853	9062	9696	营业收入	7952	8593	9431	10010	11190
现金	2304	3110	1821	2608	2003	营业成本	2678	3090	3356	3534	3876
应收票据及应收账款	1295	891	1508	1039	1808	营业税金及附加	117	134	146	155	173
其他应收款	9	8	11	9	14	营业费用	2906	2880	3179	3404	3904
预付账款	62	78	76	87	95	管理费用	432	368	405	432	501
存货	1548	1516	1812	1693	2150	研发费用	580	844	787	840	942
其他流动资产	4031	3625	3625	3625	3625	财务费用	39	30	11	10	7
非流动资产	7292	7202	7576	7808	8020	资产减值损失	-267	-372	-387	-424	-492
长期投资	484	1026	1548	2071	2573	其他收益	73	95	0	0	0
固定资产	3682	3549	3344	3105	2918	公允价值变动收益	-80	-1104	-650	-570	-550
无形资产	1626	1584	1651	1635	1576	投资净收益	1758	-22	-20	-20	-40
其他非流动资产	1501	1042	1032	996	953	资产处置收益	44	1	0	0	0
资产总计	16542	16430	16429	16870	17716	营业利润	2733	-153	1264	1468	1689
流动负债	1855	2109	1885	1959	2265	营业外收入	3	2	20	20	20
短期借款	178	184	184	184	364	营业外支出	13	10	20	14	14
应付票据及应付账款	729	869	866	961	1043	利润总额	2724	-160	1264	1474	1695
其他流动负债	949	1055	835	813	858	所得税	316	180	253	295	339
非流动负债	1373	1652	1358	1041	721	净利润	2408	-341	1011	1179	1356
长期借款	1034	1376	1082	765	445	少数股东损益	49	-84	101	118	136
其他非流动负债	338	276	276	276	276	归属母公司净利润	2359	-257	910	1061	1220
负债合计	3228	3760	3243	3000	2985	EBITDA	3154	296	1613	1830	2054
少数股东权益	333	265	366	484	619	EPS (元)	1.57	-0.17	0.61	0.71	0.81
股本	1513	1500	1500	1500	1500						
资本公积	1530	1327	1327	1327	1327						
留存收益	10222	9472	10679	12291	14419						
归属母公司股东权益	12981	12405	12820	13386	14111						
负债和股东权益	16542	16430	16429	16870	17716						

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	1180	2813	1232
净利润	2408	-341	1011	1179	1356
折旧摊销	420	448	371	381	392
财务费用	39	30	11	10	7
投资损失	-1758	22	20	20	40
营运资金变动	1276	568	-883	652	-1112
其他经营现金流	415	1559	650	570	550
投资活动现金流	-43	-1265	-1415	-1203	-1195
资本支出	572	403	-149	-291	-290
长期投资	126	-920	-522	-522	-502
其他投资现金流	655	-1782	-2086	-2016	-1987
筹资活动现金流	-2483	-236	-1054	-823	-822
短期借款	-459	7	0	0	0
长期借款	14	342	-294	-317	-320
普通股增加	0	-13	0	0	0
资本公积增加	-791	-203	0	0	0
其他筹资现金流	-1247	-368	-760	-505	-501
现金净增加额	277	814	-1288	787	-784

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	9.7	6.1	11.8
营业利润(%)	85.6	-105.6	926.1	16.2	15.0
归属于母公司净利润(%)	109.5	-110.9	454.7	16.6	15.0
获利能力					
毛利率(%)	66.3	64.0	64.4	64.7	65.4
净利率(%)	29.7	-3.0	9.6	10.6	10.9
ROE(%)	18.1	-2.7	7.7	8.5	9.2
ROIC(%)	16.2	-2.2	6.8	7.8	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	19.5	22.9	19.7	17.8	16.9
净负债比率(%)	-3.0	-6.1	-0.2	-8.2	-4.5
流动比率	5.0	4.4	4.7	4.6	4.3
速动比率	2.7	2.4	2.4	2.4	2.2
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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.57	-0.17	0.61	0.71	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	1.52	0.79	1.88	0.82
每股净资产(最新摊薄)	8.66	8.27	8.55	8.93	9.41
估值比率					
P/E	9.6	-88.5	25.0	21.4	18.6
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.7	71.2	13.6	11.4	10.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com