

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天士力（600535）

投资评级 无

上次评级 无

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

扣非归母净利润增长亮眼，感冒发烧品类增长较快

2023年4月25日

事件：天士力发布2023年一季度报告，报告期内公司实现营业收入20.80亿元，同比上升10.92%；实现归母净利润2.66亿元，同比上升147.71%；实现扣非归母净利润2.79亿元，同比上升20.53%。

点评：

- **所持金融资产公允价值变动同比减少，扣非归母净利润增长亮眼。**据公司公告，2023Q1公司实现营收20.80亿元（+10.92%），其中医药工业收入17.14亿元（+2.23%），医药商业收入3.48亿元（+6.36%）。报告期内，公司归母净利润较上年同期大幅增长主要原因为公司持有的I-MAB、科济药业等金融资产报告期内公允价值下降0.3亿元，而去年同期下降8.67亿元。报告期内，公司感冒发烧产品收入较上年同期增长65.18%，主要系藿香正气滴丸和穿心莲内酯滴丸销量增长所致；抗肿瘤产品收入较上年同期下降49.47%，主要系蒂清产品自2022年7月起执行省际联盟集中带量采购价格所致。
- **复方丹参滴丸生产线智能化，有利于产品竞争力提升。**据公司2022年报，公司主打产品复方丹参滴丸为公司独家产品，多年来凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体在市场占有率和单产品产销规模方面稳居同行业前列。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、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸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。2022年公司复方丹参滴丸智能制造建设项目顺利开展，第二条智能包装生产线稳步安装，促进复方丹参滴丸高速滴制生产工艺改进，在保证滴丸质量稳定的同时实现滴制速度大幅提升，有利于产品竞争力提升。
- **突出中药研发核心优势，坚持融合创新。**据公司2022年报，公司将聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域，拓展中枢神经及呼吸系统、自身免疫性疾病等领域，持续实现研发管线优化，加速临床研究及成果转化，抓好在研管线进度和目标达成。在创新中药核心研发优势基础上，公司将继续打造融合创新研发平台，结合国内外优势研发资源，加强高端创新人才引进，统筹分析数智精准创新研发的关键点和重点任务，持续优化创新产品的管线布局。
- **盈利预测：**我们预计天士力2023-2025年营收93.95/103.72/114.58亿元，归母净利润为9.97/11.42/12.83亿元。
- **风险因素：**医药行业政策风险、新产品开发风险、原材料价格风险、市场竞争风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,952	8,593	9,395	10,372	11,458
增长率 YoY %	-41.4%	8.1%	9.3%	10.4%	10.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,359	-257	997	1,142	1,283
增长率 YoY%	109.5%	-110.9%	488.6%	14.6%	12.4%
毛利率%	66.3%	64.0%	64.4%	64.6%	64.9%
净资产收益率 ROE%	18.2%	-2.1%	7.6%	8.2%	8.7%
EPS(摊薄)(元)	1.57	-0.17	0.66	0.76	0.86
市盈率 P/E(倍)	10.08	—	23.32	20.36	18.11
市净率 P/B(倍)	1.83	1.30	1.76	1.67	1.58

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,249	9,228	9,868	11,005	12,111	
货币资金	2,304	3,110	3,286	4,109	4,808	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,295	891	1,030	1,106	1,239	
预付账款	62	78	107	105	122	
存货	1,548	1,516	1,740	1,909	2,095	
其他	4,041	3,634	3,705	3,776	3,847	
非流动资产	7,292	7,202	7,393	7,196	7,075	
长期股权投资	484	1,026	1,026	1,026	1,026	
固定资产(合计)	3,682	3,549	3,383	3,188	2,983	
无形资产	475	456	717	832	951	
其他	2,652	2,170	2,267	2,150	2,115	
资产总计	16,542	16,430	17,262	18,201	19,187	
流动负债	1,855	2,109	2,154	2,303	2,475	
短期借款	178	184	100	100	100	
应付票据	198	294	282	329	350	
应付账款	531	575	643	694	768	
其他	949	1,055	1,129	1,181	1,257	
非流动负债	1,373	1,652	1,652	1,652	1,652	
长期借款	1,034	1,376	1,376	1,376	1,376	
其他	338	276	276	276	276	
负债合计	3,228	3,760	3,806	3,955	4,127	
少数股东权益	333	265	285	308	335	
归属母公司股东权益	12,981	12,405	13,170	13,937	14,725	
负债和股东权益	16,542	16,430	17,262	18,201	19,187	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,952	8,593	9,395	10,372	11,458	
同比(%)	-41.4%	8.1%	9.3%	10.4%	10.5%	
归属母公司净利润	2,359	-257	997	1,142	1,283	
同比(%)	109.5%	-110.9%	488.6%	14.6%	12.4%	
毛利率(%)	66.3%	64.0%	64.4%	64.6%	64.9%	
ROE(%)	18.2%	-2.1%	7.6%	8.2%	8.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.57	-0.17	0.66	0.76	0.86	
P/E	10.08	—	23.32	20.36	18.11	
P/B	1.83	1.30	1.76	1.67	1.58	
EV/EBITDA	13.41	8.39	12.47	11.05	9.77	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	7,952	8,593	9,395	10,372	11,458	
营业成本	2,678	3,090	3,343	3,667	4,025	
营业税金及附加	117	134	122	135	149	
销售费用	2,906	2,880	3,288	3,630	4,010	
管理费用	432	368	404	446	493	
研发费用	580	844	846	933	1,031	
财务费用	39	30	40	36	37	
减值损失合计	-267	-372	0	0	0	
投资净收益	1,758	-22	-19	0	0	
其他	43	-1,007	29	32	36	
营业利润	2,733	-153	1,362	1,557	1,749	
营业外收支	-9	-8	-6	-3	-3	
利润总额	2,724	-160	1,356	1,554	1,746	
所得税	316	180	339	388	436	
净利润	2,408	-341	1,017	1,165	1,309	
少数股东损益	49	-84	20	23	26	
归属母公司净利润	2,359	-257	997	1,142	1,283	
EBITDA	1,742	1,810	1,767	1,920	2,099	
EPS(当年)(元)	1.57	-0.17	0.66	0.76	0.86	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,801	2,285	1,221	1,500	1,562	
净利润	2,408	-341	1,017	1,165	1,309	
折旧摊销	503	532	375	360	349	
财务费用	70	66	89	87	87	
投资损失	-1,762	14	19	0	0	
营运资金变动	1,280	579	-284	-114	-186	
其它	302	1,435	5	2	2	
投资活动现金流	-43	-1,265	-572	-190	-275	
资本支出	-503	-402	-500	-137	-222	
长期投资	403	-920	-50	-50	-50	
其他	57	57	-22	-3	-3	
筹资活动现金流	-2,483	-236	-473	-487	-587	
吸收投资	18	20	0	0	0	
借款	-1,199	480	-84	0	0	
支付利息或股息	-641	-554	-389	-487	-587	
现金净增加额	277	814	176	823	699	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com

华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。