

中航证券金融研究所
 沈文文, CFA
 证券执业证书号: S0640513070003
 电话: 010-59219558
 邮箱: shenww@avicsec.com

天士力 (600535) 2021 年年报点评: 中药板块平稳增长, 关注研发创新进展

行业分类: 医药生物

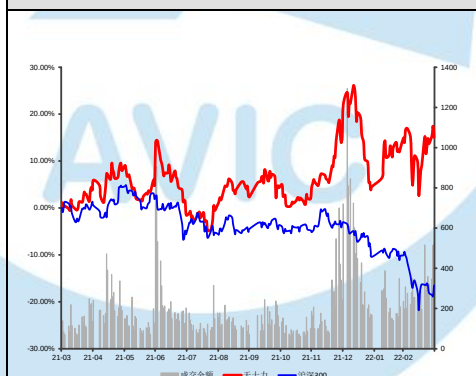
2022 年 4 月 1 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	——
当前股价 (2022.04.01)	14.94

基础数据

上证指数	3282.72
总股本 (亿)	15.08
流通 A 股 (亿)	15.08
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿元)	225.28
每股净资产 (元)	8.58
ROE (2021)	18.91%
资产负债率 (2021)	19.51%
动态市盈率	9.55
市净率	1.74

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源: wind

2021 年年报:

- 报告期内, 公司实现营业收入 795,195.66 万元, 同比减少 41.43%; 利润总额 272,354.03 万元, 同比增长 86.92%; 归属于上市公司股东的净利 235,886.50 万元, 同比增长 109.51%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 60,875.64 万元, 同比减少 26.84%; 基本每股收益 1.57 元, 同比增长 109.33%。公司四季度非经常性损益 -3.25 亿元, 主要系公司 T101 项计提减值影响所致
- 医药工业平稳增长, 核心中药产品增速可观。报告期内, 公司中药业务实现营业收入 508,002.33 万元, 同比增长 13.74%; 毛利率 72.94%, 较去年同期上涨了 2.25 个百分点。化学制剂药业务实现营业收入 125,539.11 万元, 同比减少 23.78%; 毛利率 78.18%, 较去年同期下降了 5.29 个百分点。化学原料药业务实现营业收入 6,729.56 万元, 同比增长 25.55%; 毛利率 59.24%, 较去年同期上涨了 8.68 个百分点。生物药业务实现营业收入 25,138.15 万元, 同比增长 16.52%; 毛利率 65.35%, 较去年同期上涨了 4.81 个百分点。医药商业业务实现营业收入 124,440.01 万元, 同比减少 82.53%; 毛利率 28.85%, 较去年同期上涨了 18.83 个百分点。受集采影响, 蒂清、文飞等产品销售出现下滑, 导致了化学制剂药板块收入下滑。公司核心中药产品增速可观、化学原料药和生物药业务的快速增长, 驱动医药工业稳中有增。医药商业收入下滑系去年处置子公司天士力营销所致。
- 研发管线丰富, 创新提供发展动力。公司目前拥有在研项目 94 个, 其中 46 个为 1 类创新药项目, 已有 52 个项目进入临床期。报告期内, 公司坤心宁颗粒、复方丹参滴丸糖网适应症等 8 款品种获得注册证书及补充申请。此外, 公司重磅产品普佑克为新一代特异性溶栓药物, 该产品目前治疗急性缺血性脑卒中适应症已完成 III 期临床试验, 顺利报批, 新适应症大概率 2022 年获批, 增加新适应症有助于产品销售快速放量, 增厚业绩。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59219558
 传 真: 010-59562637

- **新冠疫情不确定性增加，催化治疗需求。**近期我国发布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》和《中成药防治新型冠状病毒肺炎专家共识》中针对新冠肺炎的治疗模式，再次明确中成药治疗新冠方案，公司藿香正气滴丸、醒脑静注射液等多个产品纳入诊疗方案。目前随着奥密克戎 BA.2 亚型毒株在全球快速蔓延，新冠肺炎疫情形势不确定性再次提升，催化治疗需求。
- **中医药“十四五”规划发布，行业景气度值得期待。**3月29日，国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》的通知，我国顶层政策对于中医药行业重视程度和扶持力度持续加大。同时，《规划》明确中医药在治疗心脑血管疾病等重大慢病领域的市场规模会进一步提高。复方丹参滴丸等产品在心血管领域扎根多年，在心衰和心梗领域，公司积极布局创新中药加参片，中药板块收入有望持续增长。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年摊薄后（暂不考虑转增股本的影响）的 EPS 分别为 0.83 元、0.89 元和 1.00 元，对应的动态市盈率分别为 18.09 倍、16.85 倍和 14.95 倍。公司作为我国品牌现代中药企业，在创新和传统中药领域均有良好布局，目前中药行业受益于行业政策和新冠需求双重加持，给予买入评级。
- **风险提示：**政策风险、研发风险、市场不及预期风险



图表 1：盈利预测表

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7951.96	8720.02	9553.43	10532.84
营业成本	2677.53	3203.87	3594.80	3986.88
营业税金及附加	116.96	94.02	105.85	120.26
销售费用	2906.47	3174.09	3467.90	3812.89
管理费用	432.09	462.16	496.78	526.64
财务费用	39.42	62.02	57.01	54.38
资产减值损失	-267.48	100.00	100.00	100.00
投资收益	1757.96	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	-79.88	-79.88	-79.88	-79.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2732.95	1543.99	1651.22	1851.92
其他非经营损益	-9.41	-7.43	-7.36	-7.72
利润总额	2723.54	1536.56	1643.86	1844.19
所得税	315.92	291.72	305.37	331.33
净利润	2407.62	1244.84	1338.49	1512.86
少数股东损益	48.75	-0.76	1.25	5.51
归属母公司股东净利润	2358.86	1245.60	1337.24	1507.36
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2303.89	5520.06	7070.86	8563.82
应收和预付款项	1366.39	1940.07	1890.10	2127.56
存货	1547.88	1208.85	1471.49	1701.71
其他流动资产	4031.15	1534.29	1538.77	1544.03
长期股权投资	483.57	483.57	483.57	483.57
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3850.11	3612.23	3368.90	3125.71
无形资产和开发支出	1792.62	1760.98	1729.34	1697.71
其他非流动资产	1165.96	1157.51	1149.05	1140.60
资产总计	16541.56	17217.57	18702.08	20384.70
短期借款	177.94	96.00	86.00	72.00
应付和预收款项	1119.58	1082.02	1229.38	1396.66
长期借款	1034.40	1034.40	1034.40	1034.40
其他负债	895.92	419.14	427.80	444.27
负债合计	3227.84	2631.56	2777.57	2947.33
股本	1512.67	1507.92	1507.92	1507.92
资本公积	1530.23	1530.23	1530.23	1530.23
留存收益	10221.75	11467.35	12804.59	14311.95
归属母公司股东权益	12981.16	14254.21	15591.45	17098.81
少数股东权益	332.56	331.80	333.05	338.56
股东权益合计	13313.72	14586.01	15924.50	17437.37
负债和股东权益合计	16541.56	17217.57	18702.08	20384.70
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2407.62	1244.84	1338.49	1512.86
折旧与摊销	420.31	278.12	283.43	283.43
财务费用	39.42	62.02	57.01	54.38
资产减值损失	-267.48	100.00	100.00	100.00
经营营运资本变动	1967.06	2146.16	-60.78	-289.14
其他	-1765.76	-68.82	-70.47	-70.17
经营活动现金流净额	2801.16	3762.32	1647.68	1591.37
资本支出	275.87	-0.15	0.00	-0.15
其他	-318.70	-29.88	-29.88	-29.88
投资活动现金流净额	-42.83	-30.03	-29.88	-30.03
短期借款	-459.37	-81.94	-10.00	-14.00
长期借款	14.38	0.00	0.00	0.00
股权融资	-790.93	-4.75	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1247.37	-429.43	-57.01	-54.38
筹资活动现金流净额	-2483.29	-516.12	-67.01	-68.38
现金流量净额	276.97	3216.17	1550.80	1492.96

资料来源：wind、中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，2011年7月加入中航证券金融研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。