

2023年02月21日

天士力（600535.SH）

公司分析

医药 | 中成药III

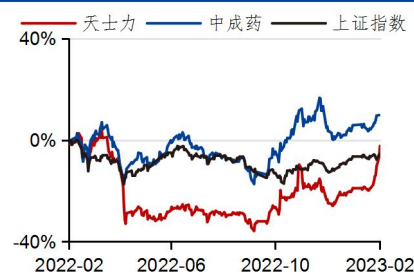
 投资评级 **买入-B(首次)**

 股价(2023-02-21) **14.02 元**

交易数据

总市值（百万元）	21,025.80
流通市值（百万元）	21,025.80
总股本（百万股）	1,499.70
流通股本（百万股）	1,499.70
12个月价格区间	15.08/9.45

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.07	-0.24	20.19
绝对收益	-9.94	13.86	4.58

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn

相关报告

业绩迎来拐点，中药创新药价值重估

投资要点

- ◆ **中药行业喜迎政策利好：**2月10日药监局发布《中药注册管理专门规定》，加大了对三结合当中的人用经验的应用指导，建立适用于中药的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定，明确了部分药品豁免临床试验的条件，有望进一步加快中药创新药审批。
- ◆ **业绩拐点已至，负面影响基本消除：**公司预告2022年实现扣非净利润6.68-7.73亿元，同比增长10-27%。公司经历了医药商业业务剥离、新冠疫情影响、投资标的公允价值变动影响，导致过去3年业绩表现不佳。2022年即便是非经常性负面影响已基本清理，业绩有望恢复快速增长。最大单品复方丹参滴丸于2021年底获批糖尿病视网膜病变新适应症，目标人群超过2000万，有望进一步加快产品放量。后疫情时代，养血清脑颗粒和芪参益气滴丸增速也有望提升。
- ◆ **中药创新药研发步入收获期：**2021年公司研发支出达7.61亿，收入占比为9.58%。2019年独家品种芍麻止痉颗粒获批，2021年底独家品种坤心宁颗粒获批。目前公司研发管线中共有45款1类创新药，并有43款药品已进入临床阶段，其中18款已处于临床II、III期研究阶段，如安神滴丸、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒、芪参益气滴丸（新适应症）、养血清脑丸（新适应症）等中药重磅品种。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2022年至2024年每股收益分别为-0.22、0.61和0.74元，PE分别为-65、23和19倍。预计公司2023年归母净利润约为9.15亿元，其中持股90%的子公司天士力生物由于研发投入导致年度亏损超4亿，化学药业务按照10%净利润估算净利润约为1.3亿，据此估计中药业务净利润约为12亿元。可比中药创新药公司2023年平均PE约为27倍，据此估计中药业务合理市值约为324亿元，明显被市场低估。首次覆盖，给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示：**产品研发失败风险；产品降价风险；市场竞争风险。

财务数据与估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,576	7,952	8,215	9,074	9,820
YoY(%)	-28.5	-41.4	3.3	10.5	8.2
净利润(百万元)	1,126	2,359	-323	915	1,104
YoY(%)	12.4	109.5	-113.7	382.9	20.6
毛利率(%)	40.7	66.3	66.5	66.8	67.0
EPS(摊薄/元)	0.75	1.57	-0.22	0.61	0.74
ROE(%)	8.8	18.1	-2.7	7.3	8.4
P/E(倍)	18.7	8.9	-65.0	23.0	19.1
P/B(倍)	1.8	1.6	1.8	1.7	1.6
净利率(%)	8.3	29.7	-3.9	10.1	11.2

数据来源：聚源、华金证券研究所



内容目录

一、业绩恢复增长，疫情后核心品种增速有望提升	3
二、中药创新药迎来收获期	4
三、盈利预测	5
（一）关键假设	5
（二）估值及投资建议	6
四、风险提示	6

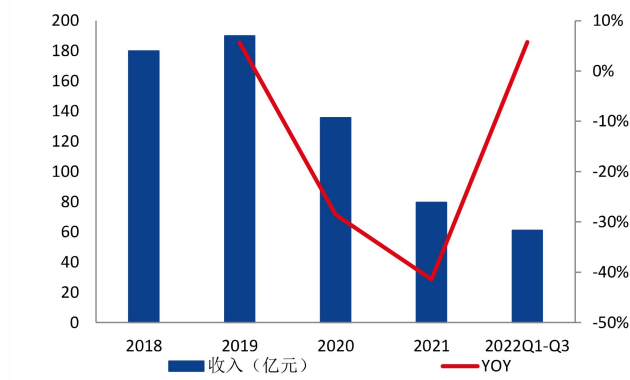
图表目录

图 1：公司收入及其增长情况（亿元）	3
图 2：扣非归母净利润及其增长情况（亿元）	3
图 3：复方丹参滴丸销量情况（百万盒）	3
图 4：芪参益气滴丸销量情况（百万盒）	3
图 5：养血清脑丸销量情况（百万盒）	4
图 6：养血清脑颗粒销量情况（百万盒）	4
图 7：公司研发人员数量持续提升	4
图 8：公司研发支出占比持续提升	4
表 1：公司重点产品研发进度	5
表 2：公司盈利预测（亿元）	5
表 3：中药公司可比估值	6

一、业绩恢复增长，疫情后核心品种增速有望提升

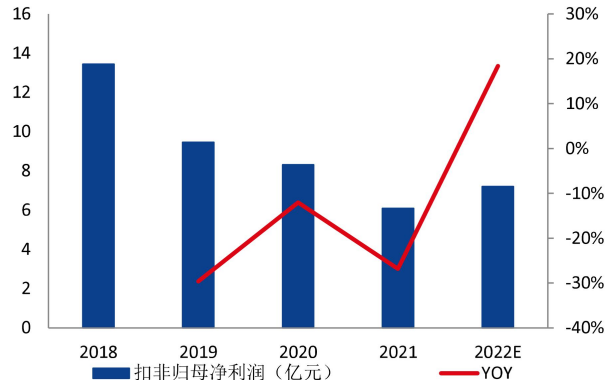
公司剥离医药商业业务后 2020-2021 年收入下滑，但 2022 年已经回复正常，前三季度收入增长 6%。扣非净利润自 2018 年以来持续下滑，2022 年预告扣非归母净利润为 6.68 亿元到 7.73 亿元，同比增加 10%到 27%，中值同比增长 18%。

图 1：公司收入及其增长情况（亿元）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：扣非归母净利润及其增长情况（亿元）

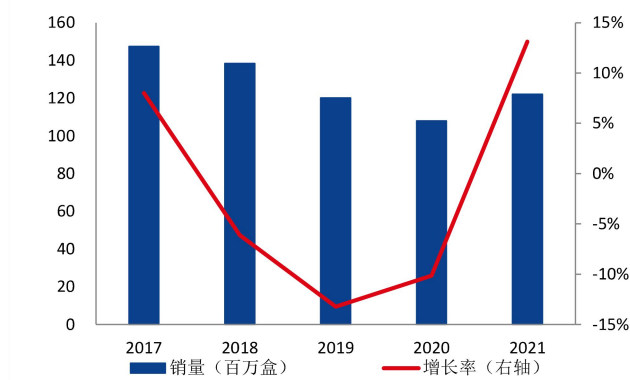


资料来源：wind，华金证券研究所

复方丹参滴丸迎来新一轮提速。2021 年复方丹参滴丸销量达到 1.22 亿盒，同比增长 13%。2021 年 10 月获批新适应症：2 型糖尿病引起的 I 期(轻度)、II 期(中度)非增殖性糖尿病视网膜病变气滞血瘀证所致的视物昏花、面色晦暗、眼底点片状出血，舌质紫暗或有瘀点瘀斑、脉涩或细涩。我国糖尿病视网膜病变患者数量约为 2000 万，将给产品带来一定增量，增量有望进一步提升。在海外开展的急性高原反应新适应症预计 2023 年完成 III 期入组，获批后有望打开海外市场，进一步提升长期成长空间。

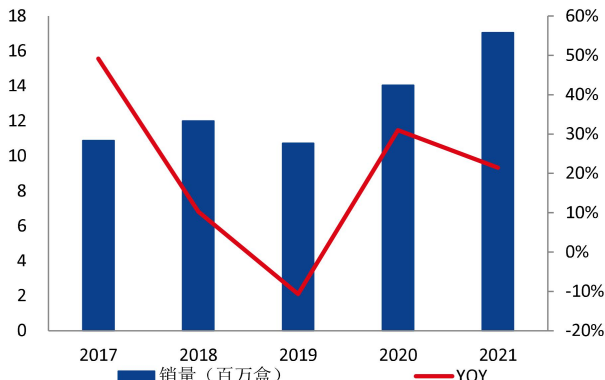
芪参益气滴丸保持快速增长。芪参益气滴丸用于糖尿病肾脏疾病气虚血瘀证，为国内仅有的具有糖尿病肾脏疾病适应症的 2 个中成药之一。销量持续保持快速增长，2021 年销量超过 1700 万盒，同比增长 21%。

图 3：复方丹参滴丸销量情况（百万盒）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

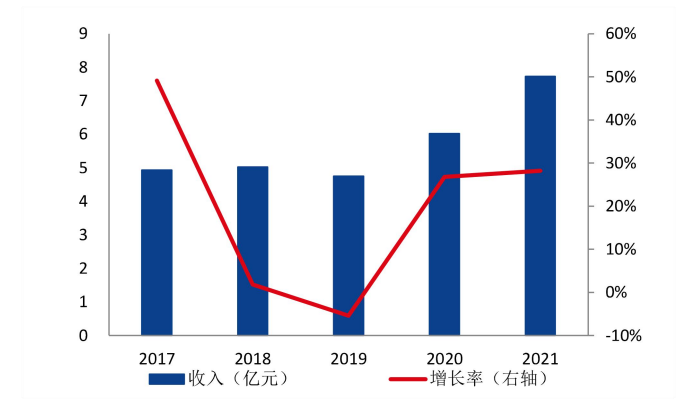
图 4：芪参益气滴丸销量情况（百万盒）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

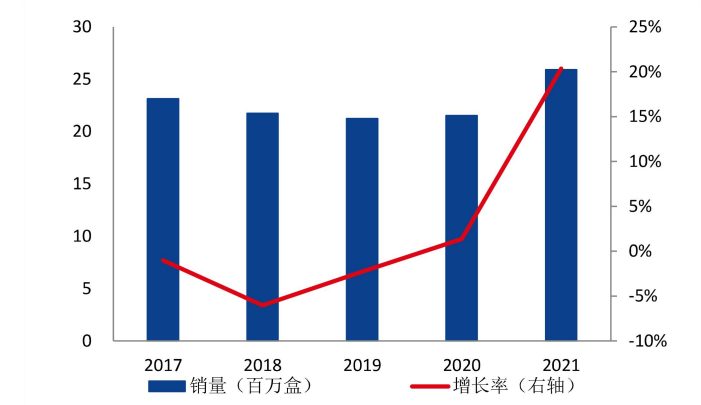
养血清脑新适应症前景广阔。养血清脑主要用于血虚肝旺所致头痛，眩晕眼花，心烦易怒，失眠多梦。2021 年颗粒剂销量接近 2600 万盒，同比增长 20%；丸剂销量 773 万盒，同比增长 28%。阿尔兹海默症新适应症处于 II 期临床试验，未来上市获批将具有巨大的市场前景。

图 5：养血清脑丸销量情况（百万盒）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：养血清脑颗粒销量情况（百万盒）



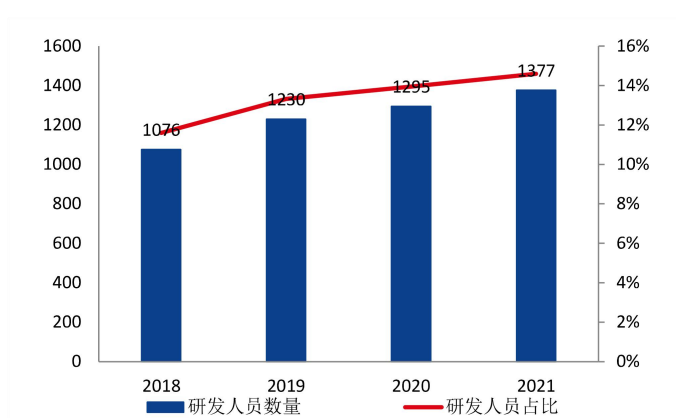
资料来源：公司公告，华金证券研究所

二、中药创新药迎来收获期

公司紧跟国际前沿新技术与新产品的升级换代，快速推进自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”药物创新研发模式，扩充公司在研管线，稳步推动现代中药、生物药、化学药研发进展。

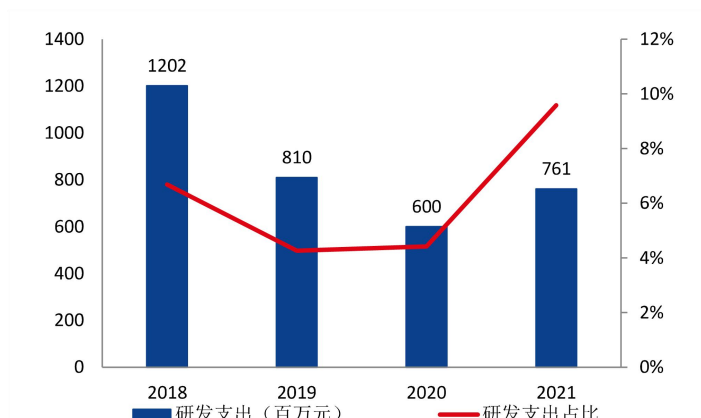
公司高度重视研发。研发人员数量从 2018 年的 1076 人增长到 2021 年的 1377 人，占比从 12% 提升至 15%。研发支出占比也持续提升，由于医药商业业务的剥离，公司研发支出绝对额有所下降，但收入占比显著提升，2021 年接近 10%。

图 7：公司研发人员数量持续提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：公司研发支出占比持续提升



资料来源：Wind，华金证券研究所

通过持续高强度的研发投入，公司创新药逐步进入收获期。2019 年治疗小儿多动症的芍麻止痉颗粒，2021 年治疗更年期综合征的坤心宁颗粒获批。目前公司研发管线中共有 45 款 1 类创新药，并有 43 款药品已进入临床阶段，其中 18 款已处于临床 II、III 期研究阶段。其中包括安神

滴丸、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒等重点中药创新药，以及注射用重组人尿激酶原（新适应症：脑卒中）、安美木单抗、重组溶瘤痘苗病毒产品 T601 等重点生物创新药。

表 1：公司重点产品研发进度

产品	适应症	研发进度
芍麻止痉颗粒	小儿多动症	2019 获批
坤心宁颗粒	更年期综合征	2022 获批
盐酸丙卡特罗口服溶液	呼吸困难	NDA
安神滴丸	失眠、胸痛	III 期
注射用重组人尿激酶原	新适应症：脑卒中	III 期
复方丹参滴丸	急性高原综合症（美国）	III 期
苏苏小儿止咳颗粒	咳嗽、咽痒	II 期
肠康颗粒	急性肠胃炎	II 期
连夏消痞颗粒	消化不良	II 期
芪参益气滴丸	新适应症：心衰	II 期
养血清脑丸	新适应症：阿尔兹海默症	II 期
安美木单抗	直肠癌	Ib/II 期
重组溶瘤痘苗病毒产品 T601	晚期恶性消化道实体肿瘤	I/IIa 期
双抗产品 B1962	肿瘤	获批临床

资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、盈利预测

（一）关键假设

- 预计 2022-2024 年中药业务收入增速分别为 7%、11%、9%；
- 预计 2022-2024 年化学药业务收入增速分别为-5%、10%、5%；
- 预计 2022-2024 年生物药业务收入增速分别为 10%、20%、15%；
- 预计 2022-2024 年医药商业收入增速分别为 5%、5%、5%。

表 2：公司盈利预测（亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计						
总收入	189.98	135.76	79.52	82.15	90.74	98.20
YOY	6%	-29%	-41%	3%	10%	8%
成本	130.52	80.55	26.78	27.53	30.09	32.38
毛利率	31%	41%	66%	66%	67%	67%
医药工业						
收入	62.15	63.83	66.54	69.08	77.02	83.80
YOY		3%	4%	4%	11%	9%
成本	15.77	16.62	17.63	17.73	19.80	21.58
毛利率	75%	74%	74%	74%	74%	74%
医药工业-中药						

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	43.48	44.66	50.80	54.40	60.60	66.22
YOY		3%	14%	7%	11%	9%
成本	11.59	12.87	13.75	14.14	15.75	17.22
毛利率	73%	71%	73%	74%	74%	74%
医药工业-化学药						
收入	16.06	16.47	12.55	11.92	13.11	13.77
YOY		3%	-24%	-5%	10%	5%
成本	3.17	2.64	2.74	2.62	2.89	3.03
毛利率	80%	84%	78%	78%	78%	78%
医药工业-生物药						
收入	2.17	2.16	2.51	2.76	3.31	3.81
YOY		0%	16%	10%	20%	15%
成本	0.77	0.84	0.87	0.97	1.16	1.33
毛利率	65%	61%	65%	65%	65%	65%
医药商业						
收入	127.17	71.22	12.44	13.06	13.72	14.40
YOY		-44%	-83%	5%	5%	5%
成本	114.43	63.51	8.85	9.80	10.29	10.80
毛利率	10%	11%	29%	25%	25%	25%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）估值及投资建议

我们公司预测 2022 年至 2024 年每股收益分别为-0.22、0.61 和 0.74 元，PE 分别为-65、23 和 19 倍。预计公司 2023 年归母净利润约为 9.15 亿元。其中持股 90%的子公司天士力生物由于研发投入导致年度亏损超 4 亿，化学药业务按照 10%净利润估算净利润约为 1.3 亿，据此估计中药业务净利润约为 12 亿元。天士力是国内中药创新药领先企业，传统品种二次开发新适应症，如糖尿病视网膜病变新适应症有望拉动复方丹参滴丸收入增速提升；2019 和 2021 分别获批中药创新药芍药止痉颗粒获批和坤心宁颗粒，研发管线中还有安神滴丸、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒等重点中药创新药处于 II/III 期临床。可比中药创新药公司 2023 年平均 PE 约为 27 倍，据此估计中药业务合理市值约为 324 亿元，明显被市场低估。首次覆盖，给予“买入”建议。

表 3：中药公司可比估值

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E
600557.SH	康缘药业	149	4.34	5.34	34	28
002603.SZ	以岭药业	526	17.44	20.17	30	26
	平均值				32	27
600535.SH	天士力	210	-3.50	9.13	-60	23

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所

四、风险提示

产品研发失败风险。公司有 45 款 1 类创新药，并有 43 款药品已进入临床阶段，每年研发投入占收入比例接近 10%。创新药研发风险较大，如研发失败可能会出现较大的资产减值。

产品降价风险。医保局持续推动药品集中采购，如公司产品进入国家或地方集采名单，可能会出现降价的风险。

市场竞争风险。公司产品面临激烈的市场竞争，可能会出现销售不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9237	9249	8393	8345	9074
现金	1976	2304	411	716	491
应收票据及应收账款	1872	1295	1977	1637	2274
预付账款	98	62	103	80	118
存货	1354	1548	1436	1825	1684
其他流动资产	3938	4041	4467	4087	4507
非流动资产	7256	7292	7130	7123	6979
长期投资	922	484	484	484	484
固定资产	3480	3682	3469	3404	3296
无形资产	1646	1626	1720	1817	1837
其他非流动资产	1208	1501	1458	1418	1361
资产总计	16494	16542	15523	15467	16053
流动负债	2832	1855	2135	1849	2064
短期借款	637	178	695	200	476
应付票据及应付账款	684	729	724	863	845
其他流动负债	1510	949	716	786	743
非流动负债	1278	1373	1106	896	644
长期借款	1020	1034	768	558	306
其他非流动负债	258	338	338	338	338
负债合计	4109	3228	3241	2745	2708
少数股东权益	412	333	329	339	350
股本	1513	1513	1500	1500	1500
资本公积	2321	1530	1337	1337	1337
留存收益	8359	10222	10013	10587	11313
归属母公司股东权益	11972	12981	11952	12383	12995
负债和股东权益	16494	16542	15523	15467	16053

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1791	2801	83	1914	535
净利润	1090	2408	-327	924	1115
折旧摊销	590	420	375	395	420
财务费用	273	39	15	32	17
投资损失	-221	-1758	0	0	0
营运资金变动	-17	1276	-1081	562	-1016
其他经营现金流	77	415	1100	0	0
投资活动现金流	866	-43	-1314	-388	-276
筹资活动现金流	-2311	-2483	-1158	-726	-761

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.75	1.57	-0.22	0.61	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	1.87	0.06	1.28	0.36
每股净资产(最新摊薄)	7.98	8.66	7.97	8.26	8.66

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13576	7952	8215	9074	9820
营业成本	8055	2678	2753	3009	3238
营业税金及附加	110	117	115	127	137
营业费用	2672	2906	2957	3357	3535
管理费用	596	432	411	454	491
研发费用	689	580	821	998	1080
财务费用	273	39	15	32	17
资产减值损失	-130	-262	-195	0	0
公允价值变动收益	118	-80	-1100	0	0
投资净收益	221	1758	0	0	0
营业利润	1472	2733	-153	1097	1321
营业外收入	10	3	0	0	0
营业外支出	25	13	10	10	10
利润总额	1457	2724	-163	1087	1311
所得税	367	316	163	163	197
税后利润	1090	2408	-327	924	1115
少数股东损益	-36	49	-3	9	11
归属母公司净利润	1126	2359	-323	915	1104
EBITDA	2094	3154	227	1514	1748

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-28.5	-41.4	3.3	10.5	8.2
营业利润(%)	10.0	85.6	-105.6	815.5	20.5
归属于母公司净利润(%)	12.4	109.5	-113.7	382.9	20.6
获利能力					
毛利率(%)	40.7	66.3	66.5	66.8	67.0
净利率(%)	8.3	29.7	-3.9	10.1	11.2
ROE(%)	8.8	18.1	-2.7	7.3	8.4
ROIC(%)	7.6	16.5	-2.2	7.1	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	24.9	19.5	20.9	17.7	16.9
流动比率	3.3	5.0	3.9	4.5	4.4
速动比率	1.6	2.7	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	4.6	3.8	3.8	3.8	3.8
估值比率					
P/E	18.7	8.9	-65.0	23.0	19.1
P/B	1.8	1.6	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.6	6.1	93.2	13.3	11.7

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn