


2024年04月16日  
 天士力 (600535.SH)

SDIC


**公司快报**

证券研究报告

中成药

# 扣非净利润符合预期，临床中后期研发管线储备丰富

## 事件：

2024年4月15日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入86.74亿元，同比增长0.42%，实现归母净利润10.71亿元，同比增长505.34%，实现扣非净利润11.81亿元，同比增长60.11%。单季度来看，2023年Q4公司实现营业收入21.03亿元，同比下滑16.04%，实现归母净利润0.39亿元，同比下滑51.62%，实现扣非净利润1.27亿元，同比增长367.59%。

## 扣非净利润符合预期，中药主业实现稳健增长。

参考2024年1月公告的业绩预告，公司预计2023年实现归母扣非净利润11.56-12.76亿元，同比增长60%-77%，最终扣非净利润增长落在预告区间内，符合市场预期。从收入拆分来看，2023年公司医药工业实现营业收入74.21亿元，同比（追溯调整后）增长3.22%，其中公司中药主板块实现营业收入59.71亿元，同比（追溯调整后）增长6.62%，是公司营业收入增长的主要来源；2023年公司医药商业实现营业收入12.15亿元，同比下降14.21%。随着公司聚焦主业，引导有效资源流向盈利能力良好的中药板块，2023年公司扣非净利润同比实现大幅增长。具体来看，2023年公司主营业务毛利率达到66.85%，同比增加2.96pct，其中中药毛利率达到72.24%，同比增加2.36pct；2023年公司扣非净利率达到13.62%，同比增加5.22pct；2023年公司销售费用率为34.40%，同比增加0.89pct，我们认为主要是由于业务结构的调整；2023年公司管理费用率为3.95%，同比减少0.33pct；2023年公司财务费用率为-0.22%，同比减少0.57pct。

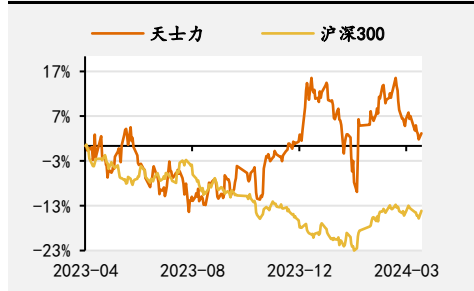
## 透过资产负债表和现金流量表，公司经营质量提升显著。

透过资产负债表和现金流量表观察，2019年以来，公司已经进入渠道库存下行周期，经营质量大幅提升，2023年这种趋势进一步强化。从资产负债表来看，应收账款及应收票据余额从2018年底最高的112.74亿元连续5年大幅度下降，周转能力大幅提升，截至2023年底，公司应收账款及应收票据余额为6.88亿元，同比进一步减少2.03亿元；同时公司现金储备逐年提升，截至2023年底，公司现金储备（货币资金+交易性金融资产）达到47.51亿元。从现金流量表来看，2023年公司经营性现金流净额达到25.76亿元，过去5年（2019-2023年）经营性现金流净额累计达到111.33亿元，显著高于公司净利润水平，现金回流明显。

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6个月目标价	23.00元
股价 (2024-04-15)	15.63元

交易数据	
总市值(百万元)	23,350.44
流通市值(百万元)	23,350.44
总股本(百万股)	1,493.95
流通股本(百万股)	1,493.95
12个月价格区间	12.96/17.51元

## 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.1	-12.9	15.4
绝对收益	-8.6	-4.7	2.1

**马帅** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

**贺鑫** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

## 相关报告

深度调整期结束，创新中药 2023-12-29  
 龙头有望迎来资产价值重估

### 目 临床中后期研发管线储备丰富，即将进入批量化兑现阶段。

2023 年公司研发投入达到 13.15 亿元，同比增长 29.49%，中药+化药+生物药的研发布局均取得积极进展，临床中后期研发管线储备丰富，即将进入批量化兑现阶段。1) 从中药研发管线来看：枇杷清肺饮、温经汤 2 款 3 类经典名方申报上市 (NDA)；截至 2023 年底共有 19 个项目处于临床 II 期和 III 期研究阶段，其中 7 款 1.1 类中药新药处于 III 期临床阶段；国际化方面，T89 (复方丹参滴丸) 治疗慢性稳定性心绞痛、防治急性高原综合症 (AMS) 两项研究处于 III 期临床阶段，其中 T89-AMS 已完成 III 期临床试验病例入组。2) 从化药研发管线来看：多款仿制药提交上市及一致性评价申请；治疗腓骨肌萎缩症的 PXT3003 已完成 III 期全部病例出组；1 类创新药 PARP 抑制剂推进 II 期临床试验；1 类创新药抗抑郁 JS1-1-01 完成 I 期临床试验，顺利推进临床 II 期研究。3) 从生物药研发管线来看：普佑克急性缺血性脑卒中适应症 IIIc 期验证性试验完成全部病例入组；安美木单抗 IIb 期临床完成全部入组；培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液 NASH 适应症 FDA I 期临床完成全部入组，并在国内新获批 NASH 适应症临床；PD-L1/VEGF 双抗 B1962 注射液正在开展 I 期临床研究；Stro-002 获批国内临床并开展 I 期临床研究。

### 目 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 94.48 亿元、103.39 亿元、113.79 亿元，归母净利润分别为 13.80 亿元、16.08 亿元、18.70 亿元。考虑到公司经营质量显著提升，临床中后期研发管线储备丰富，长期成长性可期，给予公司 2024 年 25 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 23.00 元，给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示：中药材价格波动的风险，中成药集采降价的风险，研发项目失败的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	8,593.2	8,674.0	9,448.1	10,339.0	11,379.1
净利润	-256.5	1,071.1	1,380.3	1,608.4	1,870.1
每股收益(元)	-0.17	0.72	0.92	1.08	1.25
每股净资产(元)	8.30	8.28	8.84	9.49	10.24

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	-91.0	21.8	16.9	14.5	12.5
市净率(倍)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5
净利润率	-3.0%	12.3%	14.6%	15.6%	16.4%
净资产收益率	-2.1%	8.7%	10.4%	11.3%	12.2%
股息收益率	2.1%	0.0%	2.4%	2.8%	3.2%
ROIC	-2.6%	10.5%	14.3%	16.5%	19.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测



## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。



## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034