

研究所:

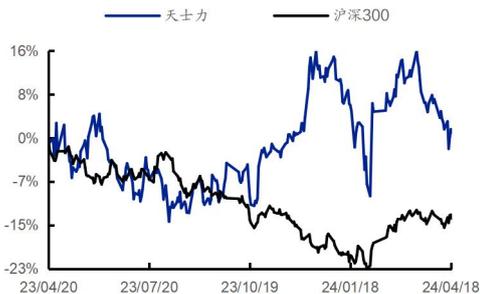
证券分析师:

周小刚 S0350521090002  
zhouxg@ghzq.com.cn

## 产品布局丰富，业绩稳定增长

### ——天士力（600535）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/19

表现	1M	3M	12M
天士力	-11.1%	-3.6%	1.9%
沪深 300	-1.0%	8.3%	-14.1%

#### 市场数据

2024/04/19

当前价格(元)	15.33
52 周价格区间(元)	12.88-18.00
总市值(百万)	22,902.25
流通市值(百万)	22,902.25
总股本(万股)	149,395.00
流通股本(万股)	149,395.00
日均成交额(百万)	172.31
近一月换手(%)	0.84

#### 相关报告

《天士力（600535）2023 年三季报点评报告：业绩增长稳健，核心产品放量可期（买入）\*中药 II\*周小刚》——2023-10-29

《天士力(600535)深度报告：创新中药龙头迎来业绩拐点，核心产品放量可期（买入）\*中药 II\*周小刚》——2023-04-25

《天士力（600535）2023 年一季报点评报告：业绩靓丽，核心业务稳步增长（买入）\*中药 II\*周小刚》——2023-04-25

《天士力（600535）2022 年年报点评报告：业绩

#### 事件:

天士力于 2024 年 4 月 16 日发布 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%；实现扣非归母净利润 11.81 亿元，同比增长 60.11%。

#### 投资要点:

- **现代中药布局多款产品，稳固中药龙头地位。**公司按照国际化创新标准和现代医学标准，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。此外，公司心脑血管在研管线覆盖高血脂症、抗血栓、脑卒中、脑卒中后遗症、心衰、冠心病等适应症，形成贯穿心脑血管疾病预防、治疗及康复各个环节、品类齐全的产品链，保持在心脑血管创新药领域的领先优势。2023 年，公司创新中药研发与重点品种二次开发快速推进，管线中 19 款现代中药研发产品处于临床 II、III 期研究阶段。
- **在研管线丰富，创新能力不断加强。**2023 年，公司持续加大研发创新力度，加速数智中药研发进程，全年研发投入 13.15 亿元，同比增长 29.49%。公司研发管线高效推进，通过“四位一体”的研发模式拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线，包含 41 款 1 类创新药，36 款处于临床试验阶段，26 款正在临床 II、III 期阶段；2 款中药经典名方枇杷清肺饮、温经汤提交生产申请；9 款创新中药处于临床 III 期研究阶段。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到公司业务可能面临的集采降价风险，可能对公司经营产生影响，因此我们调整公司盈利预期。我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 91.81、96.24、100.10 亿元，归母净利润为 11.34、12.14、12.84 亿元，对应 PE 为 20.20x、18.87x、17.84x。由于公司持续聚焦核心业务，创新实力逐渐加强，产品覆盖逐渐全面，不断强化内生增长驱动，维持“买入”评级。
- **风险提示。**集采降价风险，新品放量不及预期，研发进展不及预期，欧美市场销售不及预期，行业政策变动风险。

增长稳健，增长动力充足（买入）\*中药 II \*周小刚》

——2023-03-28

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8674	9181	9624	10010
增长率(%)	0	6	5	4
归母净利润（百万元）	1071	1134	1214	1284
增长率(%)	505	6	7	6
摊薄每股收益（元）	0.72	0.76	0.81	0.86
ROE(%)	9	9	9	9
P/E	23.64	20.20	18.87	17.84
P/B	2.06	1.76	1.67	1.59
P/S	2.94	2.49	2.38	2.29
EV/EBITDA	11.86	11.81	10.50	9.55

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：天士力盈利预测表

证券代码:	600535		股价:	15.33	投资评级:	买入	日期:	2024/04/19	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	9%	9%	9%	EPS	0.72	0.76	0.81	0.86
毛利率	67%	66%	66%	66%	BVPS	8.25	8.69	9.18	9.65
期间费率	38%	40%	40%	40%	<b>估值</b>				
销售净利率	12%	12%	13%	13%	P/E	23.64	20.20	18.87	17.84
<b>成长能力</b>					P/B	2.06	1.76	1.67	1.59
收入增长率	0%	6%	5%	4%	P/S	2.94	2.49	2.38	2.29
利润增长率	505%	6%	7%	6%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.52	0.51	0.52	0.53	营业收入	8674	9181	9624	10010
应收账款周转率	12.61	10.90	13.59	11.79	营业成本	2880	3122	3272	3403
存货周转率	4.96	8.94	6.34	13.33	营业税金及附加	129	138	144	150
<b>偿债能力</b>					销售费用	2984	3213	3417	3554
资产负债率	24%	25%	23%	21%	管理费用	342	468	481	501
流动比	3.69	3.49	4.07	4.73	财务费用	-19	-33	-54	-73
速动比	2.91	3.09	3.44	4.36	其他费用/(-收入)	917	964	962	1001
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1228	1401	1497	1574
现金及现金等价物	4751	5708	6575	7626	营业外净收支	-7	-10	-8	-8
应收款项	688	842	708	849	利润总额	1221	1391	1489	1566
存货净额	1748	1027	1518	751	所得税费用	204	223	238	243
其他流动资产	1546	2429	1866	2139	净利润	1017	1169	1251	1323
<b>流动资产合计</b>	<b>8733</b>	<b>10006</b>	<b>10668</b>	<b>11365</b>	少数股东损益	-54	35	38	40
固定资产	3389	3291	3167	3014	归属于母公司净利润	1071	1134	1214	1284
在建工程	154	146	139	132	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	3024	3014	3004	2994	经营活动现金流	2576	1823	1725	1978
长期股权投资	1415	1415	1415	1415	净利润	1071	1134	1214	1284
<b>资产总计</b>	<b>16714</b>	<b>17872</b>	<b>18393</b>	<b>18920</b>	少数股东损益	-54	35	38	40
短期借款	723	653	583	513	折旧摊销	516	340	387	395
应付款项	573	1109	890	717	公允价值变动	172	0	0	0
预收帐款	66	92	96	100	营运资金变动	694	253	30	205
其他流动负债	1007	1015	1054	1075	投资活动现金流	-2109	-235	-253	-233
<b>流动负债合计</b>	<b>2370</b>	<b>2869</b>	<b>2624</b>	<b>2405</b>	资本支出	-668	-240	-258	-238
长期借款及应付债券	1414	1414	1414	1414	长期投资	-134	0	0	0
其他长期负债	241	241	241	241	其他	-1307	5	5	5
<b>长期负债合计</b>	<b>1655</b>	<b>1655</b>	<b>1655</b>	<b>1655</b>	筹资活动现金流	-1196	-631	-604	-694
<b>负债合计</b>	<b>4024</b>	<b>4524</b>	<b>4279</b>	<b>4060</b>	债务融资	555	-70	-70	-70
股本	1494	1494	1494	1494	权益融资	0	0	0	0
股东权益	12690	13349	14114	14860	其它	-1751	-561	-534	-624
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16714</b>	<b>17872</b>	<b>18393</b>	<b>18920</b>	现金净增加额	-731	956	867	1051

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，医药分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，分析师，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，

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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。