

天士力 (600535.SH)

股权转让方案出台，携手华润三九开启发展新篇章

2024年08月05日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/8/2
当前股价(元)	14.08
一年最高最低(元)	18.00/12.24
总市值(亿元)	210.35
流通市值(亿元)	210.35
总股本(亿股)	14.94
流通股本(亿股)	14.94
近3个月换手率(%)	51.84

● 股权转让方案出台，携手华润三九开启发展新篇章，维持“买入”评级

2024年8月4日，公司公告其控股股东天士力集团及其一致行动人拟通过协议转让的方式，以14.85元/股的价格，向华润三九合计转让其所持公司418,306,002股股份，占公司总股本的28%，转让价款合计约62.12亿元。此外，天士力集团承诺在转让给华润三九的股份登记日后，通过放弃其所持公司5%股份所对应的表决权等方式，使其控制的表决权比例不超过12.5008%。本次交易完成后，天士力集团及其一致行动人合计持股由50.5008%降至17.5008%，公司控股股东将由天士力集团变更为华润三九（持股28%），实际控制人将变更为中国华润。我们看好公司持续性创新研发带来的成长空间，以及未来华润三九和国新投资带来的全方位发展赋能，维持2024-2026年归母净利润预测，预计为11.83、12.79、13.80亿元，EPS为0.79、0.86、0.92元/股，当前股价对应PE分别为17.8、16.4、15.2倍，维持“买入”评级。

● 战略契合目标一致，共同推动中医药产业高质量发展

华润三九与天士力均为中国医药行业的领先企业，双方的战略布局高度契合，均以中医药产业为发展主线，致力于中医药的守正创新、传承发展。此次的战略合作，将有助于双方相互赋能，让公司的创新优势更加凸显，创新领导者地位更加稳固；并助力华润三九创新能力快速提升，助推华润三九成为中药产业领导者。双方将发挥中药产业链协同效应，更快实现补链强链，提升全产业链竞争力。

● 国资身影显露，助力资源优化配置

公司公告同时披露，天士力集团拟通过协议转让的方式，以14.85元/股的价格，向国新投资转让所持有的74,697,501股公司股份，占公司总股本的5%，转让价款合计约11.09亿元。中国国新作为国有资本运营公司，将发挥资源配置功能，与华润三九深度合作，推动公司产业布局优化和科技创新，支持创新药发展。

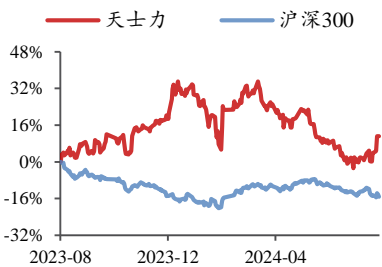
● 风险提示：市场竞争加剧，股权变更进度不及预期，产品研发进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,637	8,674	9,036	9,485	9,950
YOY(%)	8.6	0.4	4.2	5.0	4.9
归母净利润(百万元)	-264	1,071	1,183	1,279	1,380
YOY(%)	-111.2	505.3	10.5	8.1	7.9
毛利率(%)	63.9	66.8	66.9	67.2	67.4
净利率(%)	-3.1	12.3	13.1	13.5	13.9
ROE(%)	-2.7	8.0	8.9	9.1	9.3
EPS(摊薄/元)	-0.18	0.72	0.79	0.86	0.92
P/E(倍)	-79.6	19.6	17.8	16.4	15.2
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《归母净利润扭亏为盈，创新研发赋能向好发展——公司信息更新报告》
-2024.4.16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9260	8733	10197	9886	10738
现金	3119	4451	4636	5696	5106
应收票据及应收账款	896	688	2041	449	1958
其他应收款	9	11	10	13	11
预付账款	78	66	84	73	92
存货	1532	1748	1657	1886	1803
其他流动资产	3626	1769	1769	1769	1769
非流动资产	7217	7982	8151	8306	8502
长期投资	1026	1415	1733	2056	2366
固定资产	3560	3389	3235	3108	2976
无形资产	1587	2027	2065	2070	2119
其他非流动资产	1044	1151	1118	1071	1042
资产总计	16477	16714	18348	18192	19241
流动负债	2147	2370	3090	2261	2470
短期借款	184	723	1472	723	783
应付票据及应付账款	888	573	903	687	955
其他流动负债	1075	1074	715	851	732
非流动负债	1652	1655	1331	1009	699
长期借款	1376	1414	1090	769	459
其他非流动负债	276	241	241	241	241
负债合计	3799	4024	4421	3270	3170
少数股东权益	265	322	376	462	572
股本	1500	1500	1500	1500	1500
资本公积	1457	958	958	958	958
留存收益	9351	9929	11166	12531	14021
归属母公司股东权益	12412	12368	13552	14460	15499
负债和股东权益	16477	16714	18348	18192	19241

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2280	2576	539	3007	541
净利润	-348	1017	1237	1365	1490
折旧摊销	449	435	381	400	413
财务费用	31	-19	-51	-82	-121
投资损失	22	111	53	47	61
营运资金变动	569	627	-1078	1280	-1299
其他经营现金流	1558	405	-3	-3	-2
投资活动现金流	-1266	-2109	-591	-587	-663
资本支出	404	669	233	231	300
长期投资	-920	-134	-318	-323	-310
其他投资现金流	58	-1306	-41	-33	-54
筹资活动现金流	-237	-1196	-511	-611	-529
短期借款	7	539	749	-749	60
长期借款	342	38	-324	-321	-310
普通股增加	-13	0	0	0	0
资本公积增加	-74	-498	0	0	0
其他筹资现金流	-498	-1274	-936	460	-279
现金净增加额	807	-731	-563	1809	-651

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8637	8674	9036	9485	9950
营业成本	3121	2880	2990	3111	3239
营业税金及附加	134	129	120	138	145
营业费用	2893	2984	3208	3339	3483
管理费用	374	342	343	341	338
研发费用	845	917	994	1062	1134
财务费用	31	-19	-51	-82	-121
资产减值损失	-372	-5	0	0	0
其他收益	96	83	83	84	86
公允价值变动收益	-1104	-172	0	0	0
投资净收益	-22	-111	-53	-47	-61
资产处置收益	1	0	12	14	7
营业利润	-160	1228	1466	1615	1761
营业外收入	3	3	5	3	3
营业外支出	10	10	14	12	12
利润总额	-168	1221	1456	1606	1752
所得税	181	204	218	241	263
净利润	-348	1017	1237	1365	1490
少数股东损益	-84	-54	54	86	110
归属母公司净利润	-264	1071	1183	1279	1380
EBITDA	289	1660	1809	1949	2070
EPS(元)	-0.18	0.72	0.79	0.86	0.92

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	8.6	0.4	4.2	5.0	4.9
营业利润(%)	-105.9	867.0	19.4	10.2	9.0
归属于母公司净利润(%)	-111.2	505.3	10.5	8.1	7.9
获利能力					
毛利率(%)	63.9	66.8	66.9	67.2	67.4
净利率(%)	-3.1	12.3	13.1	13.5	13.9
ROE(%)	-2.7	8.0	8.9	9.1	9.3
ROIC(%)	-2.3	6.7	7.3	8.0	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	23.1	24.1	24.1	18.0	16.5
净负债比率(%)	-6.7	-12.9	-11.7	-25.2	-21.3
流动比率	4.3	3.7	3.3	4.4	4.3
速动比率	3.5	2.9	2.7	3.5	3.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.9	11.0	6.6	7.6	8.3
应付账款周转率	5.5	5.5	5.7	5.5	5.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.18	0.72	0.79	0.86	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	1.53	1.72	0.36	2.01	0.36
每股净资产(最新摊薄)	8.31	8.28	9.07	9.68	10.37
估值比率					
P/E	-79.6	19.6	17.8	16.4	15.2
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	67.0	11.7	10.8	9.0	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn