

## 业绩符合预期，研发管线快速推进

2024 年 08 月 23 日

► **事件:** 2024 年 8 月 23 日, 公司发布 2024 年半年报。公司上半年实现营业收入 43.72 亿元, 同比下滑 0.46%; 归母净利润 6.62 亿元, 同比下滑 6.33%; 扣非净利润 7.35 亿元, 同比增长 6.31%。其中医药工业收入增长 4.55%, 医药商业收入下降 28.08%; 归母净利润下滑主要是报告期内公司持有的金融资产公允价值变动损失高于上年同期。

► **糖网适应症进入多个指南, 集采降价影响销售增速。** 报告期内, 复方丹参滴丸糖网适应症进入《社区医疗机构糖尿病视网膜病变筛查工作流程与管理规范的专家共识 (2023 版)》、《国家基层糖尿病神经病变诊治指南 (2024 版)》; 促进了复方丹参滴丸的销售持续放量; 随着北京、山西等省份复方丹参滴丸集采执行, 降价因素也影响了复方丹参滴丸整体销售的增速。

► **研发管线快速推进, 心脑血管领域创新中药、化药管线丰富。** 公司贯穿心脑血管疾病预防、治疗及康复等各个环节, 在研管线 19 个项目, 在中国心脑血管创新药领域一直处于领先地位。在心衰领域, 公司创新中药加参片, 是该适应症的首个组分中药产品, 目前已进入临床 II 期阶段; 芪参益气滴丸增加射血分数降低型、射血分数保留型慢性心力衰竭适应症正在开展 II 期临床试验, 射血分数保留型心衰已完成 II 期临床试验全部入组; 人脐带间充质干细胞注射液已获批临床。在脑卒中领域, 普佑克脑梗适应症已申报上市; 异体来源的脂肪间充质干细胞治疗亚急性期脑卒中项目, 正在进行中美双报的临床前研究, 已完成 FDA IND 申报资料撰写; 创新中药中风回语颗粒已完成 II 期全部受试者出组。

► **投资建议:** 考虑到公司核心产品复方丹参滴丸集采降价影响, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2024/2025/2026 年实现营业收入 89.68/96.64/105.17 亿元, 同比增长 3.4%/7.8%/8.8%; 实现归母净利润 12.22/13.83/15.95 亿元, 同比增长 14.1%/13.2%/15.3%; 对应 PE 分别为 17/15/13 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 行业政策变化风险; 研发创新风险; 原材料波动风险; 产品价格下降风险; 竞争加剧风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,674	8,968	9,664	10,517
增长率 (%)	0.4	3.4	7.8	8.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,071	1,222	1,383	1,595
增长率 (%)	505.3	14.1	13.2	15.3
每股收益 (元)	0.72	0.82	0.93	1.07
PE	19	17	15	13
PB	1.6	1.6	1.4	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

13.51 元



分析师 王班

执业证书: S0100523050002

邮箱: wangban@mszq.com

分析师 王帅

执业证书: S0100524060001

邮箱: wangshuai\_2@mszq.com

## 相关研究

1. 天士力 (600535.SH) 深度报告: 业绩拐点已现, 中药现代化领军企业未来可期-2024/02/05

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,674	8,968	9,664	10,517
营业成本	2,880	3,018	3,211	3,455
营业税金及附加	129	133	143	156
销售费用	2,984	3,076	3,286	3,523
管理费用	342	359	387	421
研发费用	917	951	1,015	1,104
EBIT	1,491	1,484	1,679	1,919
财务费用	-19	57	64	57
资产减值损失	-5	-2	-2	-2
投资收益	-111	0	0	0
营业利润	1,228	1,434	1,623	1,871
营业外收支	-7	-5	-5	-5
利润总额	1,221	1,429	1,618	1,866
所得税	204	243	275	317
净利润	1,017	1,186	1,343	1,549
归属于母公司净利润	1,071	1,222	1,383	1,595
EBITDA	2,008	2,011	2,230	2,482

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,451	3,612	4,237	4,947
应收账款及票据	688	995	1,073	1,167
预付款项	66	71	76	82
存货	1,748	1,678	1,785	1,921
其他流动资产	1,781	2,615	2,792	3,010
流动资产合计	8,733	8,972	9,964	11,127
长期股权投资	1,415	1,955	1,955	1,955
固定资产	3,389	3,424	3,459	3,495
无形资产	574	724	874	1,025
非流动资产合计	7,982	8,468	8,487	8,517
资产合计	16,714	17,440	18,451	19,644
短期借款	723	823	823	823
应付账款及票据	573	864	883	921
其他流动负债	1,074	1,013	1,050	1,095
流动负债合计	2,370	2,700	2,756	2,840
长期借款	1,414	1,238	1,238	1,238
其他长期负债	241	237	237	237
非流动负债合计	1,655	1,474	1,474	1,474
负债合计	4,024	4,175	4,231	4,314
股本	1,500	1,494	1,494	1,494
少数股东权益	322	286	246	199
股东权益合计	12,690	13,265	14,220	15,329
负债和股东权益合计	16,714	17,440	18,451	19,644

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	0.42	3.38	7.77	8.82
EBIT 增长率	11.26	-0.51	13.17	14.29
净利润增长率	505.34	14.10	13.18	15.34
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	66.80	66.34	66.77	67.15
净利润率	12.35	13.63	14.31	15.17
总资产收益率 ROA	6.41	7.01	7.50	8.12
净资产收益率 ROE	8.66	9.42	9.90	10.54
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.69	3.32	3.61	3.92
速动比率	2.30	1.82	2.04	2.26
现金比率	1.88	1.34	1.54	1.74
资产负债率 (%)	24.08	23.94	22.93	21.96
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	32.87	33.79	38.52	38.34
存货周转天数	204.98	204.29	194.12	193.07
总资产周转率	0.52	0.53	0.54	0.55
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.72	0.82	0.93	1.07
每股净资产	8.28	8.69	9.35	10.13
每股经营现金流	1.72	0.67	1.13	1.23
每股股利	0.33	0.26	0.29	0.34
<b>估值分析</b>				
PE	19	17	15	13
PB	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9.14	9.12	8.23	7.39
股息收益率 (%)	2.44	1.92	2.18	2.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,017	1,186	1,343	1,549
折旧和摊销	516	527	550	563
营运资金变动	694	-826	-313	-373
经营活动现金流	2,576	999	1,686	1,844
资本开支	-668	-465	-484	-506
投资	-134	-540	0	0
投资活动现金流	-2,109	-932	-484	-506
股权募资	0	0	0	0
债务募资	555	-100	0	0
筹资活动现金流	-1,196	-906	-577	-628
现金净流量	-731	-839	625	710

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026