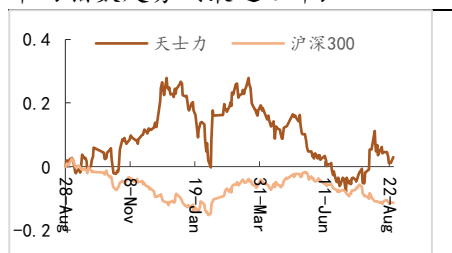


评级： 买入

王斌
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030002
wangbin3@sczq.com.cn
电话：86-10-81152644

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	13.76
一年内最高/最低价(元)	17.67/12.24
市盈率(当前)	20.03
市净率(当前)	1.64
总股本(亿股)	14.94
总市值(亿元)	205.57

资料来源：聚源数据

相关研究

- 天士力：业绩符合预期，中药创新药有望进入收获期
- 天士力(600535.SH)点评：公司有望迎来新一轮盈利增长周期
- 天士力(600535.SH)点评：主业表现稳健，资产减值等因素拖累表现利润

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，实现营业收入 43.72 亿元 (-0.46%)，归属于上市公司股东的净利润 6.62 亿元 (-6.33%)，扣非后归属于上市公司股东的净利润 7.35 亿元 (+6.31%)。
- 中药表现平稳，化学药集采负面影响已充分体现，生物药新适应症获批后有望迎来拐点。**2024 年上半年公司中药收入为 31.21 亿元 (+3.53%)，我们预计核心品种复方丹参滴丸在集采后实现以价换量，此外糖网适应症获批后也带来了一定的业绩增量。其他重点品种如养血血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸等预计均保持稳健增长。化学制剂药品收入 6.31 亿元 (+12.57%)，我们认为蒂清（替莫唑胺胶囊）集采降价对业绩的负面影响已经消除，未来在水林佳（水飞蓟宾胶囊）和其他近年来新获批化学药带动下化学药有望保持平稳增长。生物药收入为 1.07 亿元 (-7.75%)，目前注射用重组人尿激酶原（普佑克）急性缺血性脑卒中适应症已经提交生产申请，未来获批后有望迎来收入拐点。
- 中药创新药管线持续丰富，即将进入收入期。**公司的现代中药研发管线中，枇杷清肺饮、温经汤 2 款处于申报生产阶段，已通过药品注册研制和生产现场核查；19 款产品处于临床 II、III 期研究阶段，其中安神滴丸、脊痛宁片、青术颗粒、安体威颗粒、香橘乳癖宁胶囊、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒、T89 治疗慢性稳定性心绞痛适应症与 T89 防治急性高原综合症（AMS）已进入临床 III 期。公司中药创新药研发稳步推进，未来获批后有望成为中药业务新的业绩增长点。
- 盈利预测和估值。**根据公司 2024 年上半年经营情况，我们对盈利预测进行调整，预计 2024 年至 2026 年公司营业收入分别为 87.80 亿元、94.26 亿元和 101.10 亿元，同比增速分别为 1.2%、7.4%和 7.3%；归母净利润分别为 11.40 亿元、13.62 亿元和 16.37 亿元，同比增速分别为 6.4%、19.5%和 20.2%，以 8 月 27 日收盘价计算，对应 PE 分别为 18.5、15.5 和 12.9 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**中药创新药研发进度/销售金额低于预期；存量品种在集采影响下降价幅度超预期。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	86.74	87.80	94.26	101.10
营收增速	0.9%	1.2%	7.4%	7.3%
归母净利润(亿元)	10.71	11.4	13.62	16.37
归母净利润增速	-517.5%	6.4%	19.5%	20.2%
EPS(元/股)	0.71	0.76	0.91	1.09
PE	19.7	18.5	15.5	12.9

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,733	9,575	10,708	12,107	经营活动现金流	2,576	43	1,976	1,767
现金	4,451	3,875	4,861	5,764	净利润	1,071	1,140	1,362	1,637
应收账款	688	2,550	2,652	2,753	折旧摊销	435	427	399	374
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	47	-13	-16	-20
预付账款	66	59	69	74	投资损失	99	280	255	150
存货	1,748	1,129	1,051	1,269	营运资金变动	955	-2,007	-61	-421
其他	1,780	1,962	2,075	2,247	其它	23	194	8	13
非流动资产	7,981	7,821	7,823	7,822	投资活动现金流	-2,109	-349	-250	-250
长期投资	1,415	1,415	1,415	1,415	资本支出	-432	-155	-304	-283
固定资产	3,389	3,194	3,020	2,895	长期投资	-389	0	0	0
无形资产	574	516	465	418	其他	-492	-1,288	-194	54
其他	2,449	2,562	2,659	2,750	筹资活动现金流	-1,196	-270	-739	-614
资产总计	16,714	17,396	18,531	19,929	短期借款	538	-100	-100	-100
流动负债	2,369	2,288	2,252	2,200	长期借款	30	-150	-150	-150
短期借款	723	623	523	423	其他	-1,201	601	155	444
应付账款	444	425	437	450	现金净增加额	-729	-576	987	903
其他	184	184	184	184					
非流动负债	1,655	1,547	1,416	1,281	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	1,414	1,264	1,114	964	成长能力				
其他	241	283	302	317	营业收入	0.9%	1.2%	7.4%	7.3%
负债合计	4,024	3,835	3,668	3,481	营业利润	-902.8%	11.9%	19.5%	20.1%
少数股东权益	322	217	245	278	归属母公司净利润	-517.5%	6.4%	19.5%	20.2%
归属母公司股东权益	12,368	13,344	14,618	16,170	获利能力				
负债和股东权益	16,714	17,396	18,531	19,929	毛利率	66.8%	67.7%	68.1%	68.2%
					净利率	11.7%	13.2%	14.7%	16.5%
					ROE	8.4%	8.4%	9.2%	10.0%
					ROIC	10.6%	11.0%	12.2%	13.5%
利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
营业收入	8,674	8,780	9,426	10,110	资产负债率	24.1%	22.0%	19.8%	17.5%
营业成本	2,880	2,832	3,012	3,211	净负债比率	22.8%	19.8%	16.6%	13.5%
营业税金及附加	129	132	141	153	流动比率	3.7	4.2	4.8	5.5
营业费用	2,984	3,003	3,205	3,417	速动比率	2.9	3.7	4.3	4.9
研发费用	917	904	895	910	营运能力				
管理费用	342	334	358	384	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
财务费用	-19	-13	-16	-20	应收账款周转率	11.0	5.4	3.6	3.7
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	应付账款周转率	5.7	6.5	7.0	7.2
公允价值变动收益	-172	-170	-150	-50	每股指标(元)				
投资净收益	-111	-110	-105	-100	每股收益	0.7	0.8	0.9	1.1
营业利润	1,228	1,374	1,641	1,971	每股经营现金	3.1	0.0	1.3	1.2
营业外收入	3	3	4	3	每股净资产	8.3	8.9	9.8	10.8
营业外支出	10	9	9	9	估值比率				
利润总额	1,221	1,368	1,636	1,965	P/E	19.73	18.54	15.51	12.91
所得税	204	205	246	295	P/B	1.71	1.58	1.45	1.31
净利润	1,017	1,163	1,390	1,670					
少数股东损益	-54	23	28	33					
归属母公司净利润	1,071	1,140	1,362	1,637					
EBITDA	1,637	1,782	2,019	2,320					
EPS (元)	0.71	0.76	0.91	1.09					

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间 中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间 减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准		
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现