

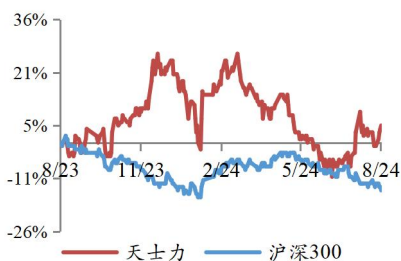
公司业务稳定发展，股东变更带来新期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	14.27
近12个月最高/最低（元）	18.00/12.24
总股本（百万股）	1,494
流通股本（百万股）	1,494
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	213
流通市值（亿元）	213

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

- 【华安医药】公司点评天士力：三季度业绩稳健，盈利能力持续提升
2023-11-30
- 【华安医药】公司点评天士力：二季度业绩超预期，中药板块持续增长
2023-09-03

主要观点：

事件

公司2024年上半年实现营业收入43.72亿元，同比-0.46%；归母净利润6.62亿元，同比-6.33%；扣非归母净利润7.35亿元，同比+6.31%。

事件点评

业绩符合预期，财务持续优化

公司2024Q2收入为23.23亿元，同比+0.68%；归母净利润为3.67亿元，同比-17.04%，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；扣非归母净利润为4.41亿元，同比+7.05%。24上半年公司整体毛利率为67.46%，同比+1.28个百分点；期间费用率45.51%，同比+0.16个百分点；其中销售费用率33.62%，同比+0.02个百分点；管理费用率（含研发费用）11.93%，同比+0.35个百分点；财务费用率-0.03%，同比-0.20个百分点；经营性现金流净额为8.87亿元，同比+5.40%。

中药板块完成上半年指标，心脑血管稳定增长

分治疗领域来看，医药工业收入38.96亿元，较去年同期增长4.55%，其中：

- 心脑血管领域：实现营业收入27.92亿元，同比增长6.60%；毛利率为73.10%，同比下降2.10个百分点。
- 抗肿瘤领域：实现营业收入1.05亿元，同比增长20.20%；毛利率为72.25%，同比提升11.00个百分点。
- 感冒发烧领域：实现营业收入1.84亿元，同比下降37.39%；毛利率为64.80%，同比提升1.62个百分点。系报告期内藿香正气滴丸和穿心莲内酯滴丸销量下降所致。

医药商业实现营业收入4.54亿元，同比下降28.08%；毛利率为31.66%，同比提升4.00个百分点。

分板块来看：

- 中药：实现营业收入31.21亿元，同比增长3.53%，圆满完成上半年各项经营目标；毛利率为70.96%，同比下降1.39个百分点。
- 化学制剂药：实现营业收入6.31亿元，同比增长12.57%；毛利率为80.46%，同比提升1.54个百分点。
- 化学原料药：实现营业收入0.37亿元，同比增长3.90%；毛利率为40.81%，同比下降10.03个百分点。
- 生物药：实现营业收入1.07亿元，同比下降7.75%；毛利率为56.23%，同比下降6.08个百分点。

加速研发创新与强强联合，推动现代中药高质量发展

报告期内，公司持续加大研发投入，2024年上半年研发投入达4.70

亿元，同比增长 3.50%。通过现代中药创制全国重点实验室等平台的支持，公司在研产品管线涵盖 101 款产品，其中 40 款为 1 类创新药，35 款处于临床试验阶段，25 款正在临床 II、III 期。两款中药经典名方枇杷清肺饮和温经汤已通过生产现场核查，19 款创新中药产品进入临床 II、III 期研究，化药盐酸达泊西汀片获得药品注册批件，生物药注射用重组人尿激酶原提交生产申请。

2024 年 8 月 4 日，公司控股股东天士力集团与华润三九签署股份转让协议，若交易完成，华润三九将成为公司控股股东。此次合作将相互赋能，巩固天士力在现代中药研发的龙头地位，同时通过华润三九的管理、营销和政策资源支持，天士力将快速提升竞争力，进一步增强公司价值和股东的回报。

● 投资建议：维持“买入”评级

我们维持此前盈利预测，预计公司 2024~2026 年收入分别 98.5/106.4/112.8 亿元，分别同比增长 13.5%/8.0%/6.0%，归母净利润分别为 12.3/13.3/14.8 亿元，分别同比增长 15.1%/8.0%/10.8%，对应估值为 17X/16X/14X。我们维持“买入”投资评级。

● 风险提示

医药行业政策风险，新产品开发风险，原材料价格风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8674	9849	10640	11281
收入同比 (%)	0.4%	13.5%	8.0%	6.0%
归属母公司净利润	1071	1233	1332	1477
净利润同比 (%)	505.3%	15.1%	8.0%	10.8%
毛利率 (%)	66.8%	65.8%	66.1%	66.3%
ROE (%)	8.7%	9.1%	8.9%	9.0%
每股收益 (元)	0.72	0.83	0.89	0.99
P/E	23.64	17.29	16.00	14.44
P/B	2.06	1.57	1.43	1.30
EV/EBITDA	11.86	7.67	6.77	5.81

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8733	10478	11992	13742	营业收入	8674	9849	10640	11281
现金	4451	5093	6592	7997	营业成本	2880	3367	3608	3805
应收账款	688	902	909	998	营业税金及附加	129	148	160	169
其他应收款	11	12	13	14	销售费用	2984	3368	3682	3892
预付账款	66	80	84	90	管理费用	342	463	532	553
存货	1748	1848	2085	2143	财务费用	-19	0	-7	-22
其他流动资产	1769	2543	2309	2500	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	7982	7745	7596	7427	公允价值变动收益	-172	0	0	0
长期投资	1415	1881	2309	2756	投资净收益	-111	0	0	0
固定资产	3389	2947	2476	1974	营业利润	1228	1528	1612	1767
无形资产	574	623	707	773	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	2604	2293	2105	1924	营业外支出	10	7	8	7
资产总计	16714	18223	19589	21168	利润总额	1221	1522	1605	1761
流动负债	2370	2681	2714	2832	所得税	204	289	273	299
短期借款	723	723	723	723	净利润	1017	1233	1332	1462
应付账款	444	580	589	638	少数股东损益	-54	0	0	-15
其他流动负债	1203	1377	1403	1471	归属母公司净利润	1071	1233	1332	1477
非流动负债	1655	1625	1625	1625	EBITDA	2008	2467	2575	2760
长期借款	1414	1414	1414	1414	EPS (元)	0.72	0.83	0.89	0.99
其他非流动负债	241	211	211	211					
负债合计	4024	4305	4339	4457					
少数股东权益	322	322	322	307	主要财务比率				
股本	1500	1494	1494	1494	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	958	958	958	958	成长能力				
留存收益	9911	11144	12476	13952	营业收入	0.4%	13.5%	8.0%	6.0%
归属母公司股东权	12368	13596	14928	16404	营业利润	867.0%	24.5%	5.5%	9.6%
负债和股东权益	16714	18223	19589	21168	归属于母公司净利	505.3%	15.1%	8.0%	10.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	66.8%	65.8%	66.1%	66.3%
					净利率 (%)	12.3%	12.5%	12.5%	13.1%
					ROE (%)	8.7%	9.1%	8.9%	9.0%
					ROIC (%)	8.0%	7.4%	7.4%	7.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	24.1%	23.6%	22.2%	21.1%
					净负债比率 (%)	31.7%	30.9%	28.5%	26.7%
					流动比率	3.69	3.91	4.42	4.85
					速动比率	2.92	3.19	3.62	4.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.54	0.54	0.53
					应收账款周转率	12.61	10.92	11.71	11.30
					应付账款周转率	6.49	5.81	6.13	5.96
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.72	0.83	0.89	0.99
					每股经营现金流(薄)	1.72	0.95	1.51	1.45
					每股净资产	8.25	9.10	9.99	10.98
					估值比率				
					P/E	23.64	17.29	16.00	14.44
					P/B	2.06	1.57	1.43	1.30
					EV/EBITDA	11.86	7.67	6.77	5.81

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。