

天士力(600535)

报告日期: 2024 年 10 月 26 日

业绩略有承压，明年轻装上阵

——天士力 2024 年三季报点评

投资要点

- **事件:** 天士力发布 2024 年三季报, 报告期内实现营收 64.63 亿元(同比-1.66%, 较上年同期调整后, 下同), 归母净利润 8.42 亿元(同比-18.41%), 扣非归母净利润 9.82 亿元(同比-6.78%); 单 Q3 实现营收 20.91 亿元(同比-4.06%), 归母净利润 1.80 亿元(同比-44.67%), 扣非归母净利润 2.48 亿元(同比-31.72%)。业绩略有承压。
- **2024 年前三季度营收略有承压, 主要受医药商业拖累。** 2024 年前三季度医药工业/医药商业分别实现营收 57.37/6.78 亿元, 同比+2.18%/-25.36%; 考虑到零售端增长乏力、商业毛利率同比+3.45pct 及公司此前筹划出售商业子公司, 我们认为医药商业下滑较大主要系零售客流量下滑及整改低毛利药店所致。医药工业中, 中药/化学制剂药/化学原料药/生物药分别实现营收 45.78/9.67/0.47/1.44 亿元, 同比+0.51%/+11.08%/+4.48%/+0.55%; 心脑血管/抗肿瘤/感冒发烧/肝病治疗/其他分别实现营收 42.40/1.66/2.39/5.32/5.60 亿元, 同比+3.54%/+22.68%/-36.42%/+12.64%/+4.47%; 感冒发烧产品收入同比下降较大主要系去年同期藿香正气滴丸和穿心莲内酯滴丸销售高基数所致。我们预计随着复方丹参滴丸集采降价省份相继动态联动, 感冒发烧产品发货回归正常, 叠加公司与华润三九的双向赋能, 明年工业板块将能实现轻装上阵。
- **2024 年前三季度利润略有承压, 主要系复方丹参滴丸集采扩面所致。** 2024 年前三季度主营业务毛利率为 66.89%(同比-0.04pct), 其中医药工业/医药商业分别为 71.14%/30.98%, 同比-2.17/+3.45pct。医药工业中, 心脑血管/抗肿瘤/感冒发烧/肝病治疗/其他的毛利率分别为 71.24%/70.13%/65.19%/84.06%/60.91%, 同比-3.47/+5.79/+2.93/+1.81/-3.81pct; 心脑血管产品毛利率同比下降较大, 我们认为主要系复方丹参滴丸集采价格省份动态联动及普佑克生产系统升级所致。销售/管理/研发费用率为 34.18%/3.76%/8.74%, 同比+0.27/+0.28/+0.24pct; 扣非归母净利率为 15.20%, 同比-0.84pct。随着集采影响逐步出清, 我们看好明年业绩弹性。
- **深入推进创新研发, 拟与华润三九强强联合。** 公司拥有涵盖 101 款在研产品的研发管线, 其中包含 40 款 1 类创新药; 35 款处于临床试验阶段, 25 款(含 19 款创新中药)正在临床 II、III 期阶段。未来华润三九控股天士力后, 双方将相互赋能, 让公司创新优势更加凸显, 现代中药研发龙头地位更加巩固; 通过华润三九在管理、营销及政策资源方面的加持, 公司将能更多维度快速提升自身竞争力。
- **维持“买入”评级。** 我们预计 2024-2026 年归母净利润 10.65/12.10/13.83 亿元, 同比-0.56%/13.58%/14.33%, EPS 为 0.71/0.81/0.93 元, 对应 PE21.38x/18.82x/16.46x。考虑到公司具有较强的品牌力和研发实力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发创新风险; 政策调整风险; 成本波动风险。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8674	8677	9267	10003
(+/-) (%)	0.42%	0.03%	6.80%	7.95%
归母净利润	1071	1065	1210	1383
(+/-) (%)	505.34%	-0.56%	13.58%	14.33%
每股收益(元)	0.72	0.71	0.81	0.93
P/E	21.26	21.38	18.82	16.46

资料来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

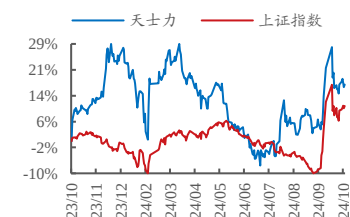
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行
执业证书号: S1230524050003
dingjianxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.24
总市值(百万元)	22,767.80
总股本(百万股)	1,493.95

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩符合预期, 看好华润赋能》 2024.08.25
- 2 《华润入主, 双向赋能》 2024.08.06
- 3 《业绩符合预期, 工业增长稳健》 2024.04.26

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8733	10046	11023	12159
现金	4451	4556	5720	6956
交易性金融资产	301	1368	1098	827
应收账款	688	695	694	673
其它应收款	11	10	11	12
预付账款	66	69	72	76
存货	1748	1786	1790	1849
其他	1469	1562	1637	1765
非流动资产	7982	7436	7251	7034
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1415	1221	1318	1269
固定资产	3389	3187	2910	2642
无形资产	574	603	614	650
在建工程	154	164	172	178
其他	2450	2261	2237	2294
资产总计	16714	17482	18274	19192
流动负债	2370	2462	2539	2506
短期借款	723	604	593	521
应付款项	573	717	773	794
预收账款	66	68	71	77
其他	1007	1074	1102	1114
非流动负债	1655	1689	1672	1675
长期借款	1414	1414	1414	1414
其他	241	275	258	261
负债合计	4024	4151	4211	4180
少数股东权益	322	291	305	364
归属母公司股东权	12368	13041	13757	14648
负债和股东权益	16714	17482	18274	19192

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2576	1533	1704	1706
净利润	1017	1034	1224	1442
折旧摊销	435	268	270	271
财务费用	(19)	85	74	54
投资损失	111	66	89	77
营运资金变动	956	0	(147)	(245)
其它	76	80	193	106
投资活动现金流	(2109)	(835)	40	148
资本支出	110	(21)	57	49
长期投资	(389)	195	(97)	49
其他	(1829)	(1009)	80	51
筹资活动现金流	(1196)	(593)	(580)	(618)
短期借款	539	(119)	(11)	(72)
长期借款	38	0	0	0
其他	(1773)	(473)	(569)	(546)
现金净增加额	(729)	105	1164	1236

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8674	8677	9267	10003
营业成本	2880	2928	3035	3244
营业税金及附加	129	130	140	150
营业费用	2984	2950	3151	3401
管理费用	342	338	361	390
研发费用	917	911	908	900
财务费用	(19)	85	74	54
资产减值损失	13	13	14	15
公允价值变动损益	(172)	(116)	(135)	(153)
投资净收益	(111)	(66)	(89)	(77)
其他经营收益	83	84	88	85
营业利润	1228	1223	1447	1704
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
利润总额	1221	1217	1440	1697
所得税	204	182	216	255
净利润	1017	1034	1224	1442
少数股东损益	(54)	(31)	15	59
归属母公司净利润	1071	1065	1210	1383
EBITDA	1711	1566	1780	2017
EPS（最新摊薄）	0.72	0.71	0.81	0.93

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	0.42%	0.03%	6.80%	7.95%
营业利润	867.03%	-0.37%	18.30%	17.71%
归属母公司净利润	505.34%	-0.56%	13.58%	14.33%
获利能力				
毛利率	66.80%	66.26%	67.25%	67.57%
净利率	11.72%	11.92%	13.21%	14.42%
ROE	8.45%	8.19%	8.83%	9.51%
ROIC	7.03%	7.05%	7.84%	8.63%
偿债能力				
资产负债率	24.08%	23.74%	23.04%	21.78%
净负债比率	66.06%	61.27%	60.09%	58.83%
流动比率	3.69	4.08	4.34	4.85
速动比率	2.95	3.36	3.64	4.11
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.51	0.52	0.53
应收账款周转率	10.98	11.47	10.31	9.56
应付账款周转率	5.65	5.69	4.96	5.04
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.71	0.81	0.93
每股经营现金	1.72	1.03	1.14	1.14
每股净资产	8.25	8.73	9.21	9.80
估值比率				
P/E	21.26	21.38	18.82	16.46
P/B	1.85	1.75	1.65	1.55
EV/EBITDA	13.93	12.62	10.60	8.87

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>