

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天士力 (600535)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

业绩平稳运行，研发管线进入收获期

2025 年 02 月 25 日

事件: 2025 年 2 月 24 日, 天士力发布《2024 年年度报告》, 2024 年公司实现营业收入 84.98 亿元, 同比下滑 2.03%; 实现归母净利润 9.56 亿元, 同比下滑 10.78%; 实现扣非归母净利润 10.36 亿元, 同比下滑 12.31%; 经营活动现金流 20.15 亿元, 同比下滑 21.78%。

点评:

➤ **业绩平稳运行，核心资产保持稳定增长。** 2024 年公司积极克服前一年同期部分疫情相关品种高基数的压力, 积极克服复方丹参滴丸集采全国扩面的影响, 实现整体业绩平稳运行。分业务类型来看: 医药工业实现营业收入 75.74 亿元, 同比增长 2.06%, 医药商业实现营业收入 8.95 亿元, 同比下滑 26.39%。医药工业内部, 分产品类型来看: 中药实现营业收入 60.24 亿元, 同比增长 0.88%, 化学制剂药实现营业收入 13.07 亿元, 同比增长 8.62%, 生物药实现营业收入 1.92 亿元, 同比增长 1.06%; 化学原料药实现营业收入 0.52 亿元, 同比下滑 9.51%。分适应症来看: 心脑血管实现营业收入 55.93 亿元, 同比增长 4.23%, 抗肿瘤实现营业收入 2.28 亿元, 同比增长 19.91%; 感冒发烧实现营业收入 3.08 亿元, 同比下滑 39.48%, 肝病治疗实现营业收入 7.26 亿元, 同比增长 10.58%, 其他适应症实现营业收入 7.18 亿元, 同比增长 2.71%。从核心品种销量来看, 复方丹参滴丸实现销量 1.54 亿盒, 同比增长 9.24%, 克服集采负面影响实现以价换量; 养血清脑颗粒实现销量 0.30 亿盒, 同比增长 10.67%, 养血清脑丸实现销量 988 万盒, 同比增长 11.59%, 芪参益气滴丸实现销量 0.20 亿盒, 同比增长 5.54%。我们认为, 面对 2024 年外部环境的不确定性, 公司核心资产医药工业保持稳定增长, 三大基药品种复方丹参滴丸、养血清脑系列、芪参益气滴丸保持稳定增长, 展现出较强的经营韧性。

➤ **计提减值风险，牵手华润三九轻装上阵再出发。** 2024 年公司利润端出现两位数以上下滑, 主要是由于资产减值损失 2.31 亿元, 其中安美木单抗项目 IIb 期临床研究未达预期, 暂停该项目的临床研究开发工作, 全额计提减值准备 1.63 亿元, 预计影响 2024 年度归母净利润 9,545 万元, 如果剔除以上减值影响, 公司经营性利润水平保持稳定。2024 年 8 月, 天士力和华润三九公告宣布重大资产重组, 天士力集团及其一致行动人拟向华润三九转让 28% 的股份, 天士力的控股股东将由天士力集团变更为华润三九。截至 2025 年 2 月, 本次重组交易已经通过反垄断审查和国务院国资委的批复, 相关工作正在有序进行中。本次 2024 年年报发布的同时, 公司发布《关于购买及出售土地使用权及地上建筑物资产暨关联交易》《关于控股子公司增资扩股暨关联交易》《关于向关联方转让绍兴天士力生物医药产业股权投资基金合伙企业认缴出资份额暨基金进展》三项重要公告, 我们认为, 以上涉及上市公司和天士力集团的资产划分, 标志着本次交易已经进入关键时期, 天士力牵手华润

三九发展有望进入新时代。

- **创新能力领先，研发管线进入收获期。**截至 2024 年年报，公司拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线，包含 33 款 1 类创新药；其中 27 款处于临床试验阶段，22 款正在临床 II、III 期阶段；2 款中药经典名方枇杷清肺饮和温经汤处于申报生产阶段并已通过药品注册研制和生产现场核查；安神滴丸完成临床 III 期，提交生产申请；17 款创新中药产品处于临床 II、III 期研究阶段。展望 2025 年，公司全力推进枇杷清肺饮、温经汤、普佑克增加脑卒中适应症、托拉塞米注射液、硫酸氨基葡萄糖胶囊、米诺地尔搽剂六个品种获得药品注册批件；加快推进青术颗粒、脊痛宁片、安体威颗粒、苏苏小儿止咳颗粒、香橘乳癖宁胶囊、连夏消痞颗粒、肠康颗粒、三黄睛视明丸、酒石酸匹莫范色林胶囊等临床 III 期研究。我们认为，公司是国内领先的创新型现代中药企业，临床中后期研发管线储备丰富，已经逐步进入收获期。
- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 90.51 亿元、97.39 亿元、105.21 亿元，归母净利润分别为 11.86 亿元、13.08 亿元、14.47 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.79 元、0.88 元、0.97 元。我们看好公司核心资产的稳定性、牵头华润三九的协同发展、以及研发管线的商业化价值，建议重点关注。
- **风险因素：**医药行业政策变动风险；重组交易进展不确定性；研发管线失败的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,674	8,498	9,051	9,739	10,521
增长率 YoY %	0.4%	-2.0%	6.5%	7.6%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,071	956	1,186	1,308	1,447
增长率 YoY%	505.3%	-10.8%	24.1%	10.3%	10.6%
毛利率%	66.8%	67.1%	67.1%	67.3%	67.5%
净资产收益率ROE%	8.7%	8.0%	9.8%	10.6%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.64	0.79	0.88	0.97
市盈率 P/E(倍)	21.03	23.58	19.00	17.22	15.57
市净率 P/B(倍)	1.82	1.89	1.86	1.83	1.79

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 2 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	8,733	7,311	7,763	8,238	8,752	
货币资金	4,451	2,994	3,444	3,793	4,142	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	688	780	744	792	847	
预付账款	66	62	59	64	68	
存货	1,748	1,712	1,718	1,745	1,788	
其他	1,781	1,763	1,797	1,845	1,907	
非流动资产	7,982	7,666	7,393	7,102	6,793	
长期股权投	1,415	1,309	1,309	1,309	1,309	
固定资产（合	3,389	3,232	3,019	2,772	2,498	
无形资产	574	604	642	674	702	
其他	2,604	2,520	2,423	2,346	2,283	
资产总计	16,714	14,976	15,156	15,340	15,544	
流动负债	2,370	2,350	2,434	2,512	2,600	
短期借款	723	700	700	700	700	
应付票据	129	188	207	221	237	
应付账款	444	419	446	477	512	
其他	1,074	1,043	1,081	1,114	1,151	
非流动负债	1,655	515	515	515	515	
长期借款	1,414	254	254	254	254	
其他	241	262	262	262	262	
负债合计	4,024	2,865	2,949	3,027	3,116	
少数股东权益	322	208	100	-19	-150	
归属母公司	12,368	11,903	12,107	12,331	12,579	
负债和股东权益	16,714	14,976	15,156	15,340	15,544	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,674	8,498	9,051	9,739	10,521
同比 (%)	0.4%	-2.0%	6.5%	7.6%	8.0%
归属母公司净利润	1,071	956	1,186	1,308	1,447
同比 (%)	505.3	-10.8%	24.1%	10.3%	10.6%
毛利率 (%)	66.8%	67.1%	67.1%	67.3%	67.5%
ROE%	8.7%	8.0%	9.8%	10.6%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.64	0.79	0.88	0.97
P/E	21.03	23.58	19.00	17.22	15.57
P/B	1.82	1.89	1.86	1.83	1.79
EV/EBITDA	11.86	13.11	11.50	10.43	9.43

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	8,674	8,498	9,051	9,739	10,521	
营业成本	2,880	2,792	2,975	3,183	3,417	
营业税金及	129	126	145	156	168	
销售费用	2,984	2,988	3,168	3,409	3,682	
管理费用	342	345	362	390	421	
研发费用	917	830	905	974	1,052	
财务费用	-19	-25	-16	-23	-28	
减值损失合	-5	-232	-100	-100	-100	
投资净收益	-111	-84	-91	-97	-105	
其他	-97	-49	31	37	45	
营业利润	1,228	1,076	1,353	1,491	1,649	
营业外收支	-7	-7	-5	-5	-5	
利润总额	1,221	1,069	1,348	1,486	1,644	
所得税	204	210	270	297	329	
净利润	1,017	859	1,078	1,189	1,316	
少数股东损	-54	-97	-108	-119	-132	
归属母公司	1,071	956	1,186	1,308	1,447	
EBITDA	2,008	1,546	1,804	1,954	2,125	
EPS (当	0.72	0.64	0.79	0.88	0.97	

现金流量表				单位:百万元	
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,576	2,015	1,757	1,763	1,887
净利润	1,017	859	1,078	1,189	1,316
折旧摊销	516	502	473	491	509
财务费用	47	5	28	28	28
投资损失	99	69	91	97	105
营运资金变	694	218	-77	-209	-236
其它	202	360	165	165	165
投资活动现	-2,109	-941	-296	-302	-310
资本支出	-668	-537	-205	-205	-205
长期投资	-134	-288	0	0	0
其他	-1,307	-116	-91	-97	-105
筹资活动现	-1,196	-2,454	-1,011	-1,112	-1,227
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	576	-1,184	0	0	0
支付利息或	-563	-1,050	-1,011	-1,112	-1,227
现金流净增	-731	-1,380	451	348	350
加额					

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。