

## 核心品种短期承压，华润三九赋能在望

——天士力 2024 年三季度报业绩点评



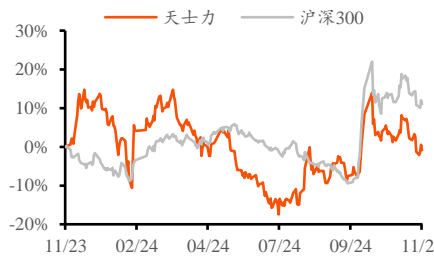
## 增持(首次)

行业：医药生物  
日期：2024年11月29日分析彭波  
师：  
E-mail: pengbo@yongxingsec.com  
SAC 编 S1760524100001  
号：

## 基本数据

11月28日收盘价(元) 14.53  
12mthA 股价格区间(元) 12.24-18.00  
总股本(百万股) 1,493.95  
无限售 A 股/总股本 100.00%  
流通市值(亿元) 217.07

## 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

## ■ 事件描述

公司发布 2024 年三季度报告，业绩短期承压：2024 年前三季度收入约 64.63 亿元，同比下降 1.66%，其中医药工业同比增长 2.18%，医药商业同比下降 25.36%；归母净利润约 8.42 亿元，同比下降 18.41%，主要系公司持有的金融资产公允价值变动损失高于上年同期及部分产品降价毛利下降所致；扣非归母净利润约 9.82 亿元，同比下降 6.78%。前三季度公司毛利率、归母净利率、扣非归母净利率分别为 66.8%、13.0%、15.2%，分别同比下降 0.05 个百分点、2.68 个百分点、0.84 个百分点。24Q3 毛利率、归母净利率、扣非归母净利率分别为 65.4%、8.6%、11.8%，同比下降 2.78 个百分点、6.32 个百分点、4.8 个百分点。

## ■ 核心观点

**心脑血管业务稳健增长：**据公司财报，心脑血管为收入占比最高的业务，2024 年前三季度收入约 42.4 亿元，同比增长 3.54%；抗肿瘤收入约 1.66 亿元，同比增长 22.68%；肝病治疗收入约 5.32 亿元，同比增长 12.64%；感冒发烧收入约 2.39 亿元，同比下降 36.42%，主要系藿香正气滴丸和穿心莲内酯滴丸销量下降所致。我们认为，随着公司核心品种复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸等品种于 2023 年集采，核心品种政策影响逐步消除，公司业务有望逐步稳定。  
**华润三九拟入主赋能在望：**据公告显示，2024 年 8 月，控股股东天士力集团及其一致行动人与华润三九签署《股份转让协议》，天士力集团及其一致行动人将持有的 28% 股份转让给华润三九，以及将承诺放弃其所持有的公司 5% 股份所对应的表决权。若本次股份转让顺利推进并实施完成，公司的控股股东将变为华润三九。我们认为，天士力和华润三九各有所长，将相互赋能，可以预期华润三九在管理、营销及政策资源方面对天士力进行加持，天士力的中药创新将更加凸显。

## ■ 投资建议

我们认为，未来华润三九控股公司后，公司在产品规划、管理、营销方面将会有进一步提升，我们预计 2024 年-2026 年公司收入分别为 86.15 亿元、89.38 亿元、95.37 亿元，归母净利润分别为 10.23 亿元、11.76 亿元、13.63 亿元，当前对应 PE 估值分别约 21.2X、18.5X、15.9X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

股份转让失败风险；核心产品推广不达预期风险；产品降价超预期风险；原材料及动力成本涨价风险；中药政策变化风险。

## ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,674	8,615	8,938	9,537
年增长率 (%)	0.4%	-0.7%	3.7%	6.7%
归属于母公司的净利润	1,071	1,023	1,176	1,363
年增长率 (%)	505.3%	-4.4%	14.9%	15.9%
每股收益 (元)	0.72	0.69	0.79	0.91
市盈率 (X)	23.64	21.21	18.46	15.93
净资产收益率 (%)	8.7%	8.0%	8.8%	9.7%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 11 月 28 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>9,260</b>	<b>8,733</b>	<b>9,188</b>	<b>10,354</b>	<b>11,613</b>	
货币资金	3,119	4,451	4,369	4,446	4,333	
应收及预付	974	754	788	797	825	
存货	1,532	1,748	1,719	1,802	1,863	
其他流动资产	3,634	1,781	2,313	3,309	4,593	
<b>非流动资产</b>	<b>7,217</b>	<b>7,982</b>	<b>7,557</b>	<b>7,212</b>	<b>6,865</b>	
长期股权投资	1,026	1,415	1,355	1,325	1,295	
固定资产	3,560	3,389	3,208	3,007	2,782	
在建工程	103	154	112	71	45	
无形资产	459	574	524	484	439	
其他长期资产	2,069	2,450	2,358	2,325	2,303	
<b>资产总计</b>	<b>16,477</b>	<b>16,714</b>	<b>16,745</b>	<b>17,566</b>	<b>18,478</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,147</b>	<b>2,370</b>	<b>3,042</b>	<b>3,169</b>	<b>3,290</b>	
短期借款	184	723	1,073	1,173	1,273	
应付及预收	952	639	727	735	735	
其他流动负债	1,011	1,007	1,242	1,260	1,282	
<b>非流动负债</b>	<b>1,652</b>	<b>1,655</b>	<b>620</b>	<b>725</b>	<b>830</b>	
长期借款	1,376	1,414	414	514	614	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	276	241	206	211	216	
<b>负债合计</b>	<b>3,799</b>	<b>4,024</b>	<b>3,663</b>	<b>3,894</b>	<b>4,120</b>	
股本	1,500	1,500	1,494	1,494	1,494	
资本公积	1,457	958	865	865	865	
留存收益	9,351	9,929	10,458	11,068	11,774	
归属母公司股东权益	12,412	12,368	12,781	13,391	14,097	
少数股东权益	265	322	302	281	261	
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,477</b>	<b>16,714</b>	<b>16,745</b>	<b>17,566</b>	<b>18,478</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>8,637</b>	<b>8,674</b>	<b>8,615</b>	<b>8,938</b>	<b>9,537</b>	
营业成本	3,121	2,880	2,886	3,101	3,288	
营业税金及附加	134	129	128	132	141	
销售费用	2,893	2,984	2,946	3,012	3,195	
管理费用	374	342	353	349	362	
研发费用	845	917	818	822	858	
财务费用	31	-19	4	-16	-10	
资产减值损失	-372	-5	-45	-5	-5	
公允价值变动收益	-1,104	-172	-225	-150	-100	
投资净收益	-22	-111	-86	-89	-95	
<b>营业利润</b>	<b>-160</b>	<b>1,228</b>	<b>1,200</b>	<b>1,372</b>	<b>1,586</b>	
营业外收支	-8	-7	-5	-5	-5	
<b>利润总额</b>	<b>-168</b>	<b>1,221</b>	<b>1,195</b>	<b>1,367</b>	<b>1,581</b>	
所得税	181	204	191	212	239	
<b>净利润</b>	<b>-348</b>	<b>1,017</b>	<b>1,003</b>	<b>1,155</b>	<b>1,342</b>	
少数股东损益	-84	-54	-20	-21	-20	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-264</b>	<b>1,071</b>	<b>1,023</b>	<b>1,176</b>	<b>1,363</b>	
EBITDA	1,873	2,008	1,686	1,833	2,056	
EPS (元)	-0.18	0.72	0.69	0.79	0.91	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,280</b>	<b>2,576</b>	<b>2,085</b>	<b>1,810</b>	<b>1,924</b>	
净利润	-348	1,017	1,003	1,155	1,342	
折旧摊销	533	516	488	482	485	
营运资金变动	580	694	159	-119	-159	
其它	1,515	349	435	292	254	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,266</b>	<b>-2,109</b>	<b>-1,164</b>	<b>-1,331</b>	<b>-1,538</b>	
资本支出	-403	-668	-282	-175	-175	
投资变动	-920	-134	-940	-1,070	-1,270	
其他	57	-1,307	57	-86	-93	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-237</b>	<b>-1,196</b>	<b>-1,001</b>	<b>-402</b>	<b>-499</b>	
银行借款	348	576	-650	200	200	
股权融资	20	0	-99	0	0	
其他	-605	-1,773	-252	-602	-699	
<b>现金净增加额</b>	<b>807</b>	<b>-731</b>	<b>-82</b>	<b>77</b>	<b>-113</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>2,121</b>	<b>2,928</b>	<b>2,197</b>	<b>2,116</b>	<b>2,192</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>2,928</b>	<b>2,197</b>	<b>2,116</b>	<b>2,192</b>	<b>2,079</b>	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	8.6%	0.4%	-0.7%	3.7%	6.7%
营业利润增长	-105.9%	867.0%	-2.3%	14.4%	15.6%
归母净利润增长	-111.2%	505.3%	-4.4%	14.9%	15.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	63.9%	66.8%	66.5%	65.3%	65.5%
净利率	-4.0%	11.7%	11.6%	12.9%	14.1%
ROE	-2.1%	8.7%	8.0%	8.8%	9.7%
ROIC	18.8%	8.0%	6.5%	7.0%	7.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.1%	24.1%	21.9%	22.2%	22.3%
净负债比率	-7.5%	-13.5%	-14.9%	-13.4%	-10.5%
流动比率	4.31	3.69	3.02	3.27	3.53
速动比率	3.54	2.91	2.43	2.67	2.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.52	0.52	0.51	0.52	0.53
应收账款周转率	7.89	10.95	12.27	12.48	13.14
存货周转率	2.03	1.76	1.67	1.76	1.79
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	-0.18	0.72	0.69	0.79	0.91
每股经营现金流	1.52	1.72	1.40	1.21	1.29
每股净资产	8.28	8.25	8.56	8.96	9.44
<b>估值比率</b>					
P/E	—	23.64	21.21	18.46	15.93
P/B	1.30	2.06	1.70	1.62	1.54
EV/EBITDA	8.11	11.86	11.71	10.85	9.82

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。