

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2017年08月16日
市场数据

目前股价	37.87
总市值（亿元）	409.18
流通市值（亿元）	391.14
总股本（万股）	108,048
流通股本（万股）	103,284
12个月最高/最低	44.66/36.81

分析师

分析师：赵浩然 S1070515110002

☎ 0755-83511405

✉ zhaohaoran@cgws.com

联系人：彭学龄 S1070115090023

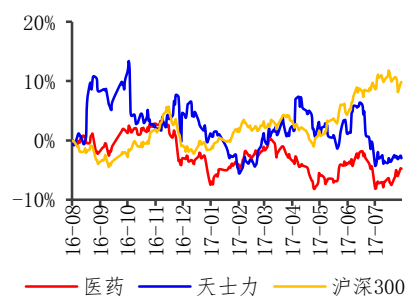
☎ 0755-83515471

✉ pengxueling@cgws.com

联系人：陈晨 S1070116100012

☎ 010-88366060-8838

✉ chenchen@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<加大市场推广,业绩有望恢复快速增长>>

2017-03-31

<<加大市场推广,业绩有望恢复快速增长>>

2017-03-31

业绩增长稳定，研发巩固核心竞争优势

——天士力（600535）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	15797	17963	20277
(+/-%)	13.3%	13.7%	12.9%
净利润	1391	1596	1768
(+/-%)	18.3%	14.7%	10.8%
摊薄 EPS	1.29	1.48	1.64
PE	29.50	25.71	23.21

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 事件

公司发布 2017 年半年度报告，实现营收 72.64 亿元，同比增长 13.53%；实现归母净利润 7.56 亿元，同比增长 10.43%；扣非后归母净利润 7.41 亿元，同比增长 10.41%，基本每股收益 0.70 元。

投资要点
■ 1. 收入稳定增长，三费保持稳定

2017 年上半年公司实现营收 72.64 亿元，同比增长 13.53%，其中工业收入 28.88 亿元，同比增长 10.72%，商业收入 43.32 亿元，增长 15.84%。利润端，公司实现归母净利润 7.56 亿元，同比增长 10.43%；扣非后归母净利润 7.41 亿元，同比增长 10.41%，利润增速低于收入增速，主要是因低毛利的商业板块收入增长较快，导致综合毛利率同比下降（1.63 个百分点）所致。

报告期内公司三费保持稳定，其中销售费用同比增长 2.98%，管理费用同比增长 5.47%，财务费用同比增长 9.53%。经营活动现金流同比下降 275%，主要因公司减少票据贴现以及医药商业拓展医院终端销售业务导致应收账款回款期加长所致。

■ 2. 研发支出持续增加，巩固核心竞争优势

报告期内，公司研发支出 2.22 亿，同比增长 7.06%，坚持“四位一体”研发模式，建设可持续发展的创新产品管线：1) 以复方丹参滴丸为代表的国际化项目稳步推进；2) 与法国基因药物研发公司 Pharnext 合作研发基于基因组学的复方中药；3) 不断扩充领先产品集群：自主研发 56 项在研新药及仿制药，同法国 Transgene 组建的创世杰生物制药公司合作研发的国家 1.1 类新药乙肝疫苗已获临床批件，获得法国 Pharnext 公司治疗腓骨肌萎缩症的创新药 PXT3003 在大中华区权益，收购上海赛远获得安美木单抗等多个在研产品，通过投资获得包括 PD-1 在内的多个重磅产品的未来市场优先许可权；4) 聚焦心脑血管、肿瘤和代谢三大领域，多个新药

品种稳步推进。公司通过自主研发、合作研发、产品引进和股权投资等方式,加速医药产业布局,为公司品种结构优化和可持续发展注入新的活力。

■ 3. 潜力品种纳入医保,有望成为增长新动力

公司普佑克、消渴清颗粒、赖诺普利氢氯噻嗪片和尼可地尔片均纳入新版医保目录。其中,代表性生物药普佑克用于治疗急性心肌梗死,具备开通率高、安全性好的特点,是本次医保谈判目录中降价幅度(15%)最小的产品之一。2017上半年普佑克销售收入为3730万元,同比大幅增长16720%,受益于国内心脑血管疾病药物的广大市场,普佑克有望成为重磅溶栓品种,且目前已取得缺血性脑卒中、急性肺栓塞适应症两项临床批件,可新增治疗人群约180万-230万人,未来市场空间巨大。伴随下半年新目录开始执行,普佑克等潜力品种放量有望成为公司增长新动力。

■ 4. 慢病管理平台快速拓展,全国推广复制可期

公司上半年新开设8家糖尿病健康管理中心,截至6月,线上糖尿病会员人数增至7万人,实现营业收入1.3亿元,同比增长45%;公司慢病管理平台对接医保、医院等资源,通过医院处方、慢病管理、配送三个环节,为客户提供多项增值服务的同时,也快速导入已布局的糖尿病检测仪、胰岛素泵、长效蛋白等产品,伴随该模式的全国推广复制,糖尿病门特业务与电商业务有望保持持续快速发展。

■ 投资建议

公司是中药现代化和国际化的龙头企业,持续研发投入巩固竞争优势,以普佑克为代表的多个潜力品种纳入医保目录,有望成为增长新动力。公司打造慢病管理平台模式,后续将在全国逐步推广复制,带动相关业务快速增长,具有长期看点。我们预测公司2017-2019年EPS分别为1.29/1.48/1.64元,对应市盈率分为30X、26X、23X,维持“推荐”评级。

■ 风险提示: 药品降价风险、研发风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13222	13945	15797	17963	20277	成长性					
营业成本	8102	8854	10101	11373	12724	营业收入增长	5.2%	5.5%	13.3%	13.7%	12.9%
销售费用	1991	2362	2796	3264	3845	营业成本增长	3.1%	9.3%	14.1%	12.6%	11.9%
管理费用	959	869	992	1139	1314	营业利润增长	2.2%	-16.1%	13.6%	15.0%	10.9%
财务费用	261	228	89	98	74	利润总额增长	3.6%	-16.7%	13.4%	14.7%	10.8%
投资净收益	6	-10	0	0	0	净利润增长	5.1%	-20.0%	18.3%	14.7%	10.8%
营业利润	1747	1466	1666	1916	2126	盈利能力					
营业外收支	48	30	30	30	30	毛利率	38.7%	36.5%	36.1%	36.7%	37.3%
利润总额	1795	1496	1696	1946	2156	销售净利率	11.5%	8.7%	9.1%	9.2%	9.0%
所得税	272	277	254	292	323	ROE	19.8%	14.8%	15.8%	16.3%	16.2%
少数股东损益	45	43	51	58	64	ROIC	18.4%	12.1%	13.7%	15.2%	13.1%
净利润	1479	1176	1391	1596	1768	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	15.1%	16.9%	17.7%	18.2%	19.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	7.3%	6.2%	6.3%	6.3%	6.5%
流动资产	9345	10457	11550	15780	14944	财务费用/营业收入	2.0%	1.6%	0.6%	0.5%	0.4%
货币资金	528	611	3159	3593	4055	投资收益/营业利润	0.3%	-0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	6691	7450	5712	9250	7634	所得税/利润总额	15.1%	18.5%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	1764	2012	2296	2554	2872	应收账款周转率	2.05	1.97	2.88	2.04	2.77
其他流动资产	362	383	383	383	383	存货周转率	4.59	4.40	4.40	4.45	4.43
非流动资产	5421	5859	5253	4647	3999	流动资产周转率	1.12	1.05	1.23	1.05	1.25
固定资产	3688	3908	3392	2877	2361	总资产周转率	0.90	0.85	0.94	0.88	1.07
资产总计	14766	16316	16803	20427	18943	偿债能力					
流动负债	5716	5567	5149	7734	5100	资产负债率	47.7%	49.6%	45.6%	50.2%	40.2%
短期借款	2971	2388	1841	3804	992	流动比率	1.50	1.36	1.59	1.61	2.08
应付和预收款项	2745	3178	3308	3931	4108	速动比率	1.16	1.05	1.22	1.31	1.62
非流动负债	1332	2518	2518	2518	2518	每股指标 (元)					
长期借款	0	400	400	400	400	EPS	1.37	1.09	1.29	1.48	1.64
负债合计	7048	8085	7667	10253	7618	每股净资产	7.14	7.62	8.46	9.42	10.48
股东权益	7707	8207	9112	10150	11301	每股经营现金流	-0.26	0.25	2.36	0.40	0.43
股本	1080	1080	1080	1080	1080	每股经营现金/EPS	-0.19	0.23	1.83	0.27	0.26
留存收益	4618	5339	6194	7174	8260	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	237	243	293	352	416	PE	27.75	34.88	29.50	25.71	23.21
负债和权益总计	14755	16292	16779	20403	18919	PEG	10.73	2.40	0.55	0.55	0.59
现金流量表					(百万)	PB	5.49	5.15	4.65	4.19	3.77
经营活动现金流	349	1159	3690	-848	3997	EV/EBITDA	19.02	21.28	18.25	17.23	14.91
其中营运资本减少	612	1261	1511	1644	1799	EV/SALES	3.41	3.15	2.75	2.53	2.11
投资活动现金流	-911	-654	26	26	26	EV/IC	3.93	4.05	3.87	3.20	3.40
其中资本支出	432	416	0	0	0	ROIC/WACC	0.18	0.12	0.13	0.14	0.13
融资活动现金流	286	-232	-1168	1255	-3560	REP	21.32	33.54	30.24	22.98	26.98
净现金总变化	-277	273	2548	433	463						

研究员介绍及承诺

赵浩然：南开大学理学学士，天津大学理学硕士，曾在医药化工行业工作四年，2011-2015 年在中航证券金融研究所工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

彭学龄：中山大学理学硕士，2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作，2015 年 9 月加入长城证券，任医药行业研究员。

陈晨：剑桥大学工学博士，2015-2016 年在新加坡科技研究局 (A*STAR) 工作，2016 年 8 月加入长城证券，任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠：0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
李双红：0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉：0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
杨锦明：0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

北京联系人

赵东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子：010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>