

品种、研发和销售齐头并进

买入 维持

投资要点:

- 📖 公司销售体系完善，基层医院覆盖率高。
- 📖 丹参多酚酸现阶段已经进入5个省医保，预计13年销售过亿
- 📖 品种、研发和销售能力均位居国内前列，维持买入评级

报告摘要:

- **销售体系完善，基层医院覆盖率高。**公司建立的CRM系统细化、分解销售任务，医药代表的销售体系甚至已经精确到每个医生。复方丹参滴丸销售收入达20亿元，在非医院（OTC，县级以下医院）销售占比47%，医院销售占比53%。丹滴收入达20亿元，在公司的销售收入构成中占比逐年下降，12年销售占比为50%。公司销售体系已经实现了三级医院全覆盖；二级覆盖率66-70%；基层覆盖率40-50%。
- **丹参多酚酸现阶段已经进入5个省医保，预计13年销售过亿。**12年在各地进行试销，现正在等待各省的医保窗口调整，此品种有望成为公司第九个过亿品种。丹参多酚酸是使用自己队伍销售，短期内上量并不会非常迅速，但是经过一段市场培养期之后销量会非常稳定，特别是进入全国医保后将会放量。
- **公司品种、研发和销售能力均位居国内前列，维持买入评级。**主要品种增速稳定，复方丹参滴丸长期排名心脑血管市场单品第一，12年销售收入达20亿元，共八个产品销售过亿元。独家品种养血清脑颗粒此次进入新版基药目录，有望复制复方丹参滴丸的成长路径。公司拥有两个品种的中药注射剂：注射用益气复脉粉针和注射用丹参多酚酸，前者刚刚达到1.4亿，进入快速增长期，后者12年上市，预计13年销售收入将达1亿元。化药平台帝益主要品种替莫唑胺国内首仿，09年新进医保，近几年处于快速增长阶段，可持续发展可期。预测13-15年净利润同比增长45%、32%和24%，EPS为2.16、2.84和3.53元，对应PE36、27和22倍，短期估值较高，维持买入评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	6569.66	9300.22	11997.28	15236.54	19350.41
增长率(%)	41.23%	41.56%	29.00%	27.00%	27.00%
归母净利润(百万)	610.81	769.20	1114.71	1466.35	1824.65
增长率(%)	35.64%	25.93%	44.92%	31.55%	24.44%
每股收益	1.183	1.489	2.159	2.839	3.533
市盈率	65.52	52.03	35.90	27.29	21.93

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

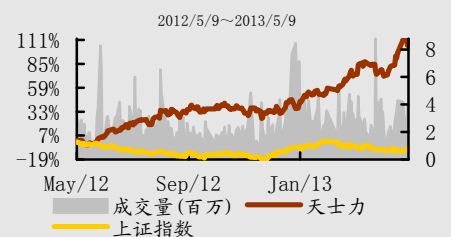
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

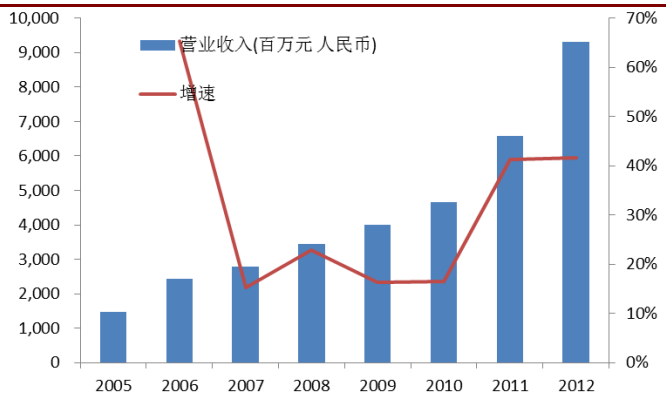
市场表现



相关研究

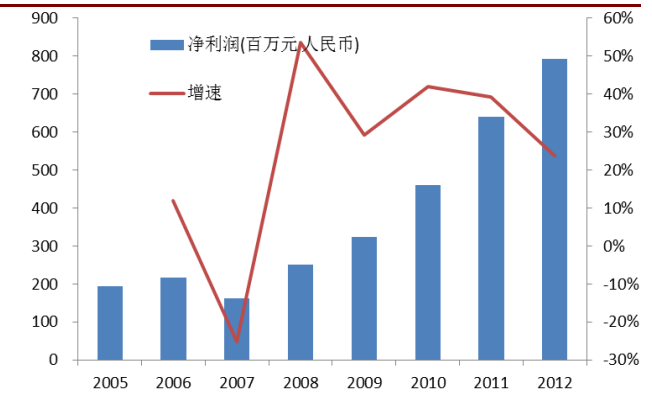
- 《医改政策方向决定行业发展》
2013/5/8
- 《云南白药：大健康战略持续推进》
2013/5/1
- 《中新药业：主营稳定，中美史克无一次性收益》
2013/4/27
- 《同仁堂：三百年铸就的金字招牌》
2013/4/26
- 《昆明制药：血塞通市场份额逐步提高》
2013/4/25
- 《常山药业：低钙制剂继续保持高增长》
2013/4/24
- 《红日药业双轮驱动，继续高增长》
2013/4/24
- 《康缘药业：桂枝增长迅速，等待银杏内酯发力》
2013/4/20

图 1: 公司历年营业收入和增速



资料来源: 宏源证券, wind

图 2: 公司历年净利润和增速



资料来源: 宏源证券, wind

复方丹参滴丸的 FDA 三期正常进展, 但是考虑到有 2/3 的心脑血管的新药不能通过三期临床, 公司考虑万一通不过的情况下, 会从失败的某个环节继续而不会彻底放弃。FDA 虽然没有直接采用国内数据, 但国内大量患者安全使用还是有具有参考意义的, II 期前做的最大耐受性试验将剂量提高到最高 13 倍, 而且中药本身最大的特点就是安全性, 因此复方丹参滴丸的安全性将是产品的优势之一。一切顺利的情况下, 丹滴最快将于 2014 年获得 FDA 认证, 这也是公司在谋划国际多中心战略的关键一步, 也是为了在 FDA 通过后向国外市场推进丹滴。FDA 的认证过程本身就是对天士力硬件软件等各方面的提升, 随着公司全产业链技术标准的全面提高, 已经成为国内最具竞争力的企业之一。

丹参多酚酸现阶段已经进入 5 省医保, 12 年在各地进行试销, 现正在等待各省的医保窗口调整, 13 年预计销售将过亿元, 此品种成为公司第九个过亿品种。丹参多酚酸是使用自己队伍销售, 短期内上量并不会非常迅速, 但是经过一段市场培养期之后销量会非常稳定, 特别是进入全国医保后将会明显放量。

公司确立了以现代中药为核心, 以化学药和生物制药为两翼的业务结构。12 年销售收入和净利润主要来源于现代中药, 化学药研发平台是天士力化学药研究所, 已经随帝益的注入而纳入上市公司。

公司未来新品储备主要集中在心脑血管, 中枢神经, 代谢和消化领域, 将会保持每 1 年或者 2 年就有一个新产品上市的进度。

化学药: 帝益这几年产品基本来自化学药研究部, 化药主要定位与肿瘤首仿药和抢仿药, 如替莫唑胺。后续产品有脑胶质瘤药物 (替莫唑胺冻干), 紫杉醇创新制剂 (白蛋白紫杉醇, 脂肪乳紫杉醇), 同时也有涉及广谱和专科肿瘤药。

生物药: 临床阶段的有治疗糖尿病足底溃烂二期临床产品、关节炎的三期临床, 单抗 (赫赛汀、阿伐斯汀)。公司考虑到单抗对生产条件非常高, 因此总体对二代三代单抗产品采取比较慎重的态度, 并在工艺上与法国梅里埃为平台进行合作进行生产。

表 1: 天士力主要产品情况

所属类型	产品名称	适应症	是否独家	基药/医保目录
心血管类	复方丹参滴丸	冠心病、心绞痛的预防、治疗、急救	是	12 版基药; 09 年国家甲类医保
	养血清脑丸	血虚肝亢所致的头痛、眩晕眼花、心烦易怒、失眠多梦等	是	09 年国家乙类医保; 12 版基药
	芪参益气滴丸	慢性心功能不全、心肌梗塞二级预防、心肌炎及其后遗症等	是	新进 09 年进国家乙类医保
	益气复脉粉针	冠心病及心绞痛等引起的心衰及心肺功能不全等	是	全国 16 省医保
	重组人尿激酶原	急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗	是	进上海医保
	阿贝他	高甘油三酯血症、高胆固醇血症、混合型高脂血症	是	09 年国家乙类医保
	帝益洛	原发性高血压及肾血管性高血压	是	09 年国家乙类医保; 上海 2010 基药
呼吸类	穿心莲内酯滴丸	上呼吸道感染, 细菌性痢疾	是	09 年国家乙类医保; 2011 福建省基药
	柴胡滴丸	外感发热, 症见身热面赤、头痛身楚、口干而渴	是	09 年国家乙类医保; 12 版 2 省增补基药
	富马酸酮替芬片	过敏性鼻炎, 过敏性支气管哮喘	否	09 年国家乙类医保
神经类	盐酸硫必利片	舞蹈症、抽动-秽语综合征及老年性精神病。亦可用于头痛、痛性痉挛、神经肌肉痛及乙醇中毒等	否	10 年 3 省乙类医保
	右佐匹克隆片	失眠	否	09 年国家乙类医保
抗肿瘤类	替莫唑胺	多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤	否	09 年国家乙类医保
	氟他胺片	前列腺癌	否	09 年国家乙类医保
精神类	舒必利片	精神分裂症单纯型、偏执型、紧张型、及慢性精神分裂症的孤僻、退缩、淡漠症状。对抑郁症状有一定疗效	否	09 年国家甲类医保; 12 版基药 (新增)
其他	藿香正气滴丸	外感风寒, 内伤湿滞, 头痛昏重, 脘腹胀痛, 呕吐泄泻, 胃肠型感冒	是	10 年 9 省医保
	荆花胃康胶丸	寒热错杂、气滞血瘀所致的胃脘胀闷疼痛、嗳气、返酸、嘈杂、口苦	是	09 年国家乙类医保
	葡醛内酯片	急慢性肝炎的辅助治疗	否	09 年国家乙类医保
	水林佳	急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复	是	09 年国家乙类医保
	消渴清颗粒	配合抗糖尿病化学药品用于 II 型糖尿病属阴虚热盛挟血瘀证的治疗; 可改善该证所见口渴欲饮、多食易饥、怕热心烦、溲赤或尿多、大便干结、或胸中闷痛、或肢体麻木、刺痛, 以及盗汗等症	是	10 年 5 省乙类医保

资料来源: 公司网站, 宏源证券

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4651.59	6569.66	9300.22	11997.28	15236.54	19350.41
减: 营业成本	3084.27	4601.33	6448.95	8225.60	10446.51	13267.07
营业税金及附加	31.15	44.97	63.97	81.66	103.71	131.71
营业费用	631.62	786.39	1185.55	1553.65	1963.99	2558.12
管理费用	305.51	389.55	484.40	708.08	899.26	1142.06
财务费用	61.57	65.04	92.57	23.25	15.04	6.62
资产减值损失	7.51	23.43	94.84	94.84	94.84	94.84
营业利润	535.61	741.87	935.76	1310.21	1713.19	2149.99
加: 其他非经营损益	20.02	43.92	24.10	29.35	29.35	29.35
利润总额	555.63	785.80	959.86	1339.55	1742.54	2179.34
减: 所得税	96.20	145.83	167.78	200.93	261.38	326.90
净利润	459.43	639.96	792.08	1138.62	1481.16	1852.44
减: 少数股东损益	9.13	29.15	22.88	23.91	14.81	27.79
归属母公司股东净利润	450.30	610.81	769.20	1114.71	1466.35	1824.65
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1524.89	1444.51	828.73	718.95	784.61	1467.62
应收和预付款项	1007.02	1712.65	2363.76	2599.49	3196.83	3897.46
存货	561.31	744.73	1011.39	1338.78	1645.93	1891.95
其他流动资产	0.00	0.19	85.28	19.00	19.00	19.00
长期股权投资	469.48	392.69	390.68	390.68	390.68	390.68
投资性房地产	26.58	25.75	24.91	21.85	18.78	15.71
固定资产和在建工程	1414.51	1764.53	2002.83	2029.15	1915.48	1571.80
无形资产和开发支出	319.99	414.07	407.93	485.05	549.39	533.22
其他非流动资产	28.01	24.91	146.61	128.75	110.89	110.89
资产总计	5351.79	6524.03	7262.12	7731.69	8631.58	9898.33
短期借款	802.26	947.73	327.63	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	874.99	1057.09	1453.36	1641.93	1750.20	2042.55
长期借款	225.00	63.01	500.70	500.70	500.70	500.70
其他负债	24.61	680.18	773.88	768.08	768.08	748.08
负债合计	1926.85	2748.01	3055.58	2910.71	3018.98	3291.33
股本	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42	516.42
资本公积	1554.41	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20	1551.20
留存收益	1235.76	1536.33	1944.03	2534.56	3311.36	4277.99
归属母公司股东权益	3306.59	3603.95	4011.65	4602.17	5378.98	6345.60
少数股东权益	118.35	172.07	194.89	218.80	233.62	261.40
股东权益合计	3424.94	3776.02	4206.54	4820.98	5612.60	6607.01
负债和股东权益合计	5351.79	6524.03	7262.12	7731.69	8631.58	9898.33
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	397.28	138.91	416.66	1270.76	1169.91	1699.60
投资性现金净流量	-163.83	-319.20	-372.22	-506.89	-402.79	-135.05
筹资性现金净流量	780.59	-29.93	-558.89	-873.64	-701.46	-881.53
现金流量净额	1013.77	-210.64	-514.64	-109.78	65.66	683.02

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilian@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。