

战略投资健亚生物，糖尿病领域布局愈发完善，加速构建糖尿病慢病管理闭环

——天士力（600535）事件点评

2017 年 12 月 5 日

推荐/维持

天士力

事件点评

事件：

12 月 5 日，天士力全资子公司天士力生物与健亚生物在江苏常州签署战略合作协议。战略投资健亚生物 5000 万美元，同时将拥有健亚生物甘精胰岛素等相关产品在中国大陆地区的销售优先权。

主要观点：

1. 战略投资国内领先的胰岛素研发企业，糖尿病领域布局愈发完善

此次投资的健亚生物于 14 年落户常州生命健康产业园，由国家“千人计划”特聘专家沈纯博士创建。健亚生物核心产品胰岛素类似物先后经欧洲和中国两家第三方权威机构进行全套质量检测，比对检测项目结果显示均超过现行欧洲药典标准且达到与跨国药企原研药一致，产品纯度和生产效率均超过目前国内外三代胰岛素的行业平均水平。健亚计划 2018 年将通过欧盟 EMA/中国 CFDA 胰岛素生物相似药注册路径，进行同步“双申报”，预计将成为首家进入欧盟 EMA 申报的国内胰岛素企业，（注：欧盟规定申请 EMA 的胰岛素纯度需要超过 99%），打破跨国药企长期垄断中国和全球胰岛素的市场格局

2、研发管线再添重磅品种，实现糖尿病治疗药物全品类布局

天士力创新医药平台依靠自主研发、合作研发、产品引进、投资市场许可优先权的四位一体研发策略，围绕糖尿病、心脑血管、肿瘤三大治疗领域已实现中药、化药、生物药领域 60 余个药品的开发和管线布局，其中创新药超过 20 款。此次投资健亚生物领先胰岛素，不仅为天士力创新药管线再添重磅大品种，丰富天士力生物药的布局，同时在糖尿病领域实现了生物药、化学药和中药的协调优势，为公司业绩进一步稳步增长奠定了坚实基础。

在糖尿病领域，天士力利用中药、生物药、化学药多品种优势实现了疾病治疗药物的矩阵式布局。目前市场对于糖尿病治疗方案主要遵从“口服降糖药治疗→胰岛素治疗”的路径。在降糖领域，天士力通过自主研发拥有化学药二甲双胍、DPP-4 抑制剂，通过投资市场优先权拥有派格生物 GLP-1 激动剂；此次天士力通过投资健亚生物，实现了布局中国最强第三代胰岛素药物方面的布局。

分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14805160800001

研究助理：祁瑞

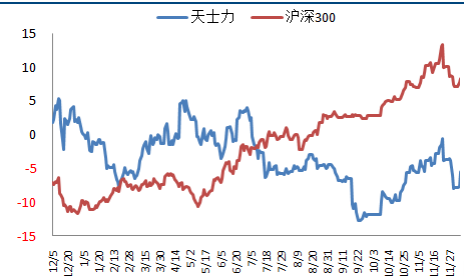
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	34.70-40.26
总市值（亿元）	407.3
流通市值（亿元）	389.4
总股本/流通 A 股（万股）	108048/103284
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.41

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

《天士力（600535）三季报点评：业绩触底回升持续改善，创新药管线孕育龙头潜力》
2017-10-26

《天士力（600535）中报点评：业绩增长稳定，普佑克生物药管线潜力巨大》
2017-08-17

3、最强胰岛素药物引进加速实现糖尿病闭环解决方案

天士力聚焦大生物医药创新研发战略，围绕糖尿病、心脑血管、肿瘤三大病种布局以患者为中心的 4D 医疗解决方案，通过打通医疗服务、医疗药物、医疗设备、保险服务四个核心环节，有效缓解患者就诊的痛点。投资健亚生物，天士力不仅能够获得全球领先、国内最强的第三代胰岛素，加速健亚生物领先产品的市场化，同时能够加速实现与公司糖尿病慢病闭环平台形成战略协同。

目前整个闭环管理模式以天津为切入口取得了突出业绩，门特用药预计 2017 年全年线上糖尿病会员达到 10 万人，截至 2017 年 6 月，相关业务实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 45%，用户满意度 99.81%。该项目已成为当前国家人社部委托中国社会保险学会的唯一的医保+互联网研究课题，辽宁本溪已正式批复天士力承接慢病管理与送药服务项目，后续将在全国主要城市进行复制和推广，切实解决百姓普惠健康医疗服务的难题。天士力投资健亚生物未来的合作空间巨大，双方不但能够形成有效的资源互补，更重要的是可以形成能力嫁接，二者强强联合，未来可期。

4、创新研发管线布局全面，在研管线阵容强大，未来创新药新龙头

公司近年加大重磅药物研发投入，创新药研发管线当中已布局包括全人源单抗（安美木单抗、CD47、降血脂生物药全人源抗 PCSK-9 单抗等）、长效蛋白抑制剂（长效 GLP-1 类似物等）、治疗性疫苗（治疗性乙肝疫苗等）以及免疫检验点单抗（PD-1、LAG3 等）等重磅靶点药物，同时受益于当前创新审评加速、接受境外临床数据、支持罕见病药物研发等新政，研发管线中创新药物将会明显收益，上市速度将会大大加快。同时通过天士力控股集团旗下股权基金，布局分子诊断、精准医疗等领域，研发管线资源亦相当丰富，未来潜力巨大。公司创新药管线布局全面，未来有望成为创新药新龙头。

结论：

公司作为全球现代中药领军企业，不断推动中药国际化发展，践行大健康产业，同时加强生物药板块布局，研发管线丰富，看好公司未来发展，长期发展趋势良好，预计公司 2017-2019 年净利润分别为 13.87 亿元、17.00 亿元、21.43 亿元，同比增长 18%、23%、26%，EPS 分别为 1.28 元、1.57 元以及 1.98 元，对应 PE29X、24X、19X。给予公司“推荐”评级。

风险提示：

丹参滴丸销售下降；生物药研发进度低于预期

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	9897	11176	11878	13735	16070	营业收入	13228	13945	16083	18632	21858
货币资金	1080	1330	1447	1677	1967	营业成本	8102	8854	10117	11547	13320
应收账款	4643	4876	5288	6126	7186	营业税金及附加	121	151	151	168	197
其他应收款	54	61	71	82	96	营业费用	1991	2362	2790	3270	3891
预付款项	202	303	370	447	535	管理费用	959	869	1029	1248	1508
存货	1764	2012	2251	2569	2963	财务费用	261	228	240	260	260
其他流动资产	362	383	28	28	28	资产减值损失	52.30	5.12	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5516	5951	5120	4846	4569	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	523	551	551	551	551	投资净收益	5.60	-10.11	0.00	0.00	0.00
固定资产	2830	3492	3271	3063	2873	营业利润	1747	1466	1755	2139	2683
无形资产	489	516	464	412	361	营业外收入	59.87	38.75	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	21	0	0	0	0	营业外支出	11.68	8.55	0.00	0.00	0.00
资产总计	15413	17126	16998	18581	20639	利润总额	1795	1496	1755	2139	2683
流动负债合计	6586	8159	7741	8499	9528	所得税	272	277	325	396	497
短期借款	2971	2388	3428	3732	4200	净利润	1524	1219	1430	1743	2186
应付账款	1447	1857	2079	2373	2737	少数股东损益	45	43	43	43	43
预收款项	19	26	28	31	34	归属母公司净利润	1479	1176	1387	1700	2143
一年内到期的非	15	400	400	400	400	EBITDA	2757	2485	2268	2674	3220
非流动负债合计	1120	761	56	56	56	BPS (元)	1.38	1.09	1.28	1.57	1.98
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	798	400	0	0	0						
负债合计	7706	8920	7798	8556	9585	成长能力					
少数股东权益	237	243	286	328	371						
实收资本 (或股	1080	1080	1080	1080	1080	营业收入增长	5.17%	5.43%	15.33%	15.85%	17.32%
资本公积	1771	1544	1544	1544	1544	营业利润增长	2.23%	-16.09%	19.71%	21.88%	25.42%
未分配利润	3887	4517	4323	4085	3785	归属于母公司净利	8.06%	-20.43%	17.92%	22.56%	26.06%
归属母公司股东	7469	7964	8605	9387	10373	获利能力					
负债和所有者权	15413	17126	16688	18271	20329						
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润 (%)	9.59%	6.87%	8.16%	9.15%	10.38%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	19.79%	14.77%	16.12%	18.11%	20.66%
经营活动现金流	340	1154	-43	1103	1240	偿债能力					
净利润	1524	1219	1430	1743	2186						
折旧摊销	749	791	0	275	277	资产负债率 (%)	50%	52%	47%	47%	47%
财务费用	261	228	240	260	260	流动比率	1.50	1.37	1.53	1.62	1.69
应付帐款的变化	0	0	-411	-838	-1061	速动比率	1.23	1.12	1.24	1.31	1.38
预收帐款的变化	0	0	2	3	3	营运能力					
投资活动现金流	-911	-654	558	0	0						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.93	0.86	0.95	1.07	1.13
长期股权投资减	0	0	133	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3	3
投资收益	6	-10	0	0	0	应付账款周转率	9.55	8.44	8.17	8.37	8.56
筹资活动现金流	286	-232	-397	-873	-950	每股指标 (元)					
应付债券增加	0	0	-400	0	0						
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.38	1.09	1.28	1.57	1.98
普通股增加	48	0	0	0	0	每股净现金流 (最新	-0.26	0.25	0.11	0.21	0.27
资本公积增加	1527	-227	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.91	7.37	7.96	8.69	9.60
现金净增加额	-284	268	118	229	290	估值比率					
						P/E	27.44	34.74	29.49	24.07	19.09
						P/B	5.48	5.14	4.76	4.36	3.94
						EV/EBITDA	15.82	17.21	19.09	16.22	13.53

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2016 年水晶球第一名团队首席研究员，2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药理学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

研究助理简介

研究助理：祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016 年 12 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。