



天士力业绩符合预期，进入三大药协同发展新时期

天士力(600535.CH/人民币 43.69, 买入)公布 2017 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 160.94 亿元, 同比增长 15.41%; 归属上市公司股东净利润 13.77 亿元, 同比增长 17.01%。业绩符合预期。

事件

公司于 2018 年 3 月 26 晚公布 2017 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 160.94 亿元, 同比增长 15.41%; 归属上市公司股东净利润 13.77 亿元, 同比增长 17.01%; 扣非归母净利润 13.16 亿元, 同比增长 13.91%; 经营活动产生的现金流量净额-8.23 亿元, 同比减少 171.3%。

公司公布利润分配预案: 拟以 2017 年末总股本 10.80 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 4 元 (含税); 同时, 以资本公积金转增股本, 每 10 股转增 4 股, 转增后总股本变为 15.13 亿股。

相关研究报告

《天士力: 构筑大生物医药新格局, 创新助力发展新阶段》 2018.3.19

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

点评

1. 现代中药-化药-生物药三大药协同发展, 业绩符合预期。

报告期内, 公司实现收入 160.94 亿元, 增速 15.41%; 归母净利润 13.77 亿元, 同比增长 17.01%, 业绩符合预期, 分业务板块来看:

医药工业实现三大药协同发展, 共计收入 68.14 亿元, 增速 10.29%。其中, 现代中药总体销售额 53.69 亿元, 同比增长 6.24%, 预计核心品种复方丹参滴丸保持平稳增长, 销量同比增长 8.02%; 养血清脑丸低基数基础上销量同比增长 49.14%; 芪参益气滴丸销量同比增长 25.55%; 注射用益气复脉和复方丹参多酚酸销量同比略下滑, 预计受临床实践中收紧中药注射液使用影响。**化药板块**总体销售额 14.46 亿元, 同比增长 23.83%, 蒂清销量同比增长 22.55%, 水林佳销量同比增长 34.41%。**生物药**主力品种普佑克进医保后放量明显, 实现销售收入 0.99 亿元, 同比增长 161.51%。公司渠道调整接近尾声, 自 2017 年一季度医药工业增速重回 10% 以上增长, 基本回升到渠道调整前的工业增速。**我们认为, 公司工业未来几年增速有望维持 10%-15% 稳定增长, 公司主要工业品种终端需求刚性, 且大多为独家品种, 降价压力小, 多个品种新调入国家、地方医保目录, 重磅品种普佑克市场销售潜力超过 30 亿元。**

医药商业借助资本市场实现快速发展，共计收入 92.06 亿元，增速 19.12%。报告期内，子公司天士力医药营销集团股份有限公司（简称“天士力营销”）于 2017 年 8 月份实现新三板挂牌，并于 2018 年 1 月份发行 10 亿元资产支持票据。在两票制推动商业集中度提升的背景下，我们推测公司医药商业发展策略以抓住并购整合机会优先发展商业规模为优先级，回款周期加长影响公司当期现金流，天士力营销挂牌新三板，融资渠道多样化，能够支持医药商业进一步发展，同时对于改善公司债务结构、提升盈利能力有积极影响。此外，公司凭借糖尿病慢病管理服务平台的搭建，成为业内首家通过互联网+模式、并打通线上医保支付、线下药品配送，报告期末，该平台累计征集患者 10 万人，实现销售收入 3.45 亿元，同比增长 53%。公司正推进该模式在多省份复制，有望成为商业新的业绩增长点。

财务指标保持稳健：公司整体毛利率 36.29%，基本与 2016 年持平，其中医药工业毛利率 73.96%，较上年同期提升 1.13pp；医药商业毛利率 8.28%，较上年同期提升 1.16pp。期间费用率 24.02%，基本与上年同期持平，其中，销售费用率 15.75%较上年同期减少 1.19%，管理费用率 6.29%，财务费用率 1.98%。公司应收票据 33.20 亿元，较上年同期增长 50.25%，主要系公司为节省财务费用，用短期借款替换票据贴现；公司应收账款 67.48 亿元，较上年同期增长 38.37%，主要系公司医药商业拓展终端规模，回款周期加长。

2. 坚持高研发投入，“四位一体”研发模式构筑领先研发管线

2017 年公司自主研发投入 6.16 亿元，占医药工业收入比例为 9.04%，其他研发方式实现投资 5.77 亿元，极大的丰富了公司的研发管线。公司自主研发在研产品 37 项，其中进度比较领先的包括：止动颗粒、他达拉非、吉非替尼、复方丹参滴丸增加急性高原反应适应症（军需药物）共 4 项品种申报生产批件；复方丹参滴丸增加治疗糖尿病视网膜病变适应症处于临床 III 期；普佑克缺血性脑卒中适应症、急性肺栓塞适应症处于临床 II 期；**产品引进**在研产品 31 项，其中，XT3003 是全球首款治疗腓骨肌萎缩症的孤儿药，目前美国 FDA III 期试验进展顺利；安美木单抗处于临床 I 期阶段；**合作研发**在研产品 2 项，国家 1.1 类新药治疗用乙型肝炎病毒注射液 T101 已获临床批件，2016 年纳入 CDE 优先审评品种名单，目前正在开展 I 期临床试验；重组溶瘤痘苗病毒注射液 T601 目前在中国已申报 IND。通过**投资市场许可优先权**，公司拥有在研管线产品 4 项，通过投资派格生物获得了长效 GLP-1 类似物和 GLP-1 Glucogan 双受体激动剂的市场优先权，其中长效 GLP-1 类似物目前中美完成 I 期试验；公司还投资了获取健亚生物甘精胰岛素和赖脯胰岛素的销售优先权，该胰岛素产品将以欧盟 EMA/中国 CFDA 胰岛素生物相似药同步进行全球“双报”。此外，公司在心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大领域实现了重要靶点的全面布局。**我们认为，公司储备品种丰富，未来受益创新药政策支持，上市周期有望缩短，形成天士力增长的重要一极。**

3. 上海天士力分拆港股上市，充分释放生物药板块价值

公司拟通过对旗下生物药板块进行资产重组，将控股子公司上海天士力打造成公司生物药板块唯一经营平台，决定以上海天士力为主体，将生物药板块从母公司进行分拆，挂牌至香港 H 股主板市场。**我们认为，上海天士力港股上市后，能够形成其独立的融资能力，能够为后续生物药研发提供资金保障支持业务规模进一步扩大，其收入和利润将同步反映到公司财务报表，有助于提升公司财务报表；公司生物药板块实现了单独估值，有助于提升公司在创新药领域价值；借助香港公司规范化治理结构，进一步提升公司国际化治理水平，打造国际化视野的生物医药平台。**

4. 盈利预测

我们预计 2018 年-2020 年公司实现收入分别为 187.9 亿元、213.28 亿元、245.47 亿元，净利润 16.078 亿元、19.06 亿元、21.30 亿元，维持**买入**评级。

5. 风险提示

产品销售不达预期；丹滴海外补充三期试验进度慢于预期或失败

图表 1. 公司 2017 年主要财务数据

(人民币, 百万)	2016	2017	同比增长(%)
营业收入	13,945.50	16,094.15	15.41
营业税及附加	151.36	189.14	24.96
净营业收入	13,945.50	16,094.15	15.41
营业成本	8,853.62	10,253.52	15.81
销售费用	2,362.30	2,534.86	7.30
管理费用	868.76	1,012.65	16.56
营业利润	1,466.14	1,744.50	18.99
非经常性项目	1.26	(4.81)	
经常性投资收益	(15.66)	(54.04)	-
净财务费用	228.07	318.01	
利润总额	1,496.34	1,736.49	16.05
所得税	277.10	334.23	20.61
少数股东损益	42.81	25.72	
归属母公司股东净利润	1,176.42	1,376.54	17.01
扣除非经常性损益的净利润	1,175.16	1,381.35	17.55
每股收益(元)	1.09	1.27	17.01
扣非后每股收益(元)	1.09	1.28	17.55
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	36.51	36.29	
经营利润率	10.51	10.84	
净利率	8.44	8.55	
扣非后净利率	8.43	8.58	

资料来源: 公司公司、中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371