

业绩稳定增长符合预期，普佑克医保后放量明显

——天士力（600535）事件点评

2018年03月29日

推荐/维持

天士力

事件点评

事件：

公司发布 17 年年报，营业收入 160.94 亿元，同比增长 15.41%；归母净利润 13.77 亿元，同比增长 17.01%；扣非净利润 13.16 亿元，同比增长 13.91%。

主要观点：

1. 全年业绩稳定增长，各细分板块全面趋好

公司 17 年从收入端来看，营业收入 160.94 亿元，同比增长 15.41%，其中工业端收入 68.14 亿元，同比增长 10.29%，整体仍受受医保控费、两票制、中药注射剂以及公司较大体量基数影响；医药商业收入 92.06 亿元，同比增长 19.82%，商业板块持续加大医院端业务拓展，陕西等地区增效明显，商业板块成为收入端增速主力；利润端，公司实现净利润 13.77 亿元，同比增长 17.01%，扣非净利润 13.16 亿元，同比增长 13.91%，利润增速略低于收入增速，主要是商业板块收入增长较快，导致整体毛利率降低（约 0.19%），进而导致利润端增速略低于收入端增速。

其他财务指标方面，费用端公司控制良好，销售费用 25.35 亿元，同比增长 7.3%，销售费用率同比降低 1.19 个百分点，主要是医药工业加大市场投入以及商业板块增长较大的原因；管理费用 10.13 亿元，同比增长 16.56%，管理费用率增长 0.06 个百分点，主要是研发费用投入加大的原因；财务费用增加 0.34 个百分点；应收账款方面，同比增长 38.37%，主要是商业板块持续增加业务投入，导致回款变慢。

分治疗领域来看，心脑血管收入 48.56 亿元（占工业收入 71%），同比增长 6.05%，我们认为主要是主打产品丹参滴丸、养血清脑等产品去库存效应进一步显现；同时毛利率同比增加 1.77 个百分点。另外公司 17 年受中药注射剂政策影响较大，醒脑静、益气复脉等产品下降较多，公司未来将通过自营销售队伍进一步降低注射剂负面影响。其他领域，抗肿瘤药物（蒂清为主）收入 6.82 亿元，依然保持较高增速，同比增长 24.24%；肝病治疗领域（水林佳和阿德福韦酯）收入 4.17 亿元，受水林佳带动，增长 28.45%，毛利率提高 2.08 个百分点。

我们认为随着公司工业渠道端去库存的逐渐完成，占比较大的复方丹参滴丸、养血清脑等品种的增速逐渐恢复，整体业绩将逐渐改善重回快速增长轨道，附加丹参滴丸国际化正面影响和相应适

分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

研究助理：祁瑞

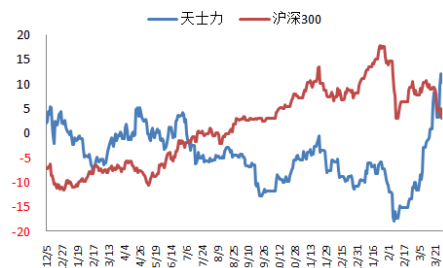
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	32.41-45.76
总市值（亿元）	475.3
流通市值（亿元）	475.3
总股本/流通 A 股（万股）	108048/108048
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.25

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《天士力（600535）事件点评：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》2017-12-05
- 2、《天士力（600535）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
- 3、《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

应症的拓展, 以及生物药研发管线布局的逐渐兑现和重磅一类新药普佑克的放量, 我们认为公司当前投资价值已逐渐显现, 建议投资者积极关注。

2. 潜力重磅产品普佑克医保后放量明显, 未来打造十亿级别品种

普佑克作为“十一五”期间唯一的1类生物治疗药, 主要用于急性心肌梗死的治疗, 具有特异性溶栓、快速溶栓等特点, 作为第三代溶栓药物, 效果优于阿替普酶等二代药物。目前已纳入2016版《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、2016版《冠心病合理用药指南》、2016版《急性ST段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南》推荐溶栓用药、以及国家卫计委189号文件中《急性ST段抬高心肌梗死(STEMI)患者医疗救治技术方案》中“静脉溶栓治疗”的指定用药。

普佑克已于17年通过谈判目录纳入国家医保, 对比上海市中标价格1239元(5mg/支), 降价幅度仅为17%, 9月1日开始已有部分省份开始执行新版医保目录, 普佑克放量起点显现, 前三季度销售额为5518万元, 全年销售0.99亿元, 四季度增速加快。毛利率提升1.67个百分点, 未来随着生产规模的逐渐扩大, 生产工艺方面的改善, 毛利率会进一步提高, 18年我们预计普佑克收入端贡献3亿元以上。普佑克目前两项新适应症缺血性脑卒中以及急性肺栓塞正顺利推进, 目前II期临床试验进展顺利, 同时受益当前政策新政, 有望实现快速审评, 我们认为未来普佑克将会快速放量, 未来3年打造成为十亿级别的品种。

3. 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, 目前研发管线当中已实现中药、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。创新药研发管线当中, 公司目前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)、甘精胰岛素、赖脯胰岛素、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, 布局胰岛素、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:

盈利预测与投资建议。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, 公司短期业绩承压, 但经营业绩不断改善, 长期发展趋势良好, 预计公司2018-2019年净利润分别为16.20亿元、19.33亿元, 同比增长18%、19%, EPS分别为1.50元和1.80元, 对应PE28X、22X。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	2017A	2018E	2019E		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
流动资产合计	1359	11176	15049	13966	16346	营业收入	713	13945	16094	18632	21858
货币资金	809	1330	1499	1677	1967	营业成本	142	8854	10254	11720	13546
应收账款	315	4876	6748	6126	7186	营业税金及附加	5	151	189	151	197
其他应收款	112	61	235	272	319	营业费用	239	2362	2535	3270	3924
预付款项	7	303	371	449	539	管理费用	126	869	1013	1192	1475
存货	108	2012	2231	2607	3013	财务费用	-28	228	318	240	270
其他流动资产	1	383	645	28	28	资产减值损失	10.50	5.12	77.51	0.00	0.00
非流动资产合计	1322	5951	6483	5454	5184	公允价值变动收益	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	551	845	845	845	投资净收益	1.50	-10.11	-32.89	0.00	0.00
固定资产	622	3492	3450	3232	3026	营业利润	221	1466	1745	2058	2446
无形资产	219	516	495	446	396	营业外收入	11.14	38.75	1.23	4.00	4.00
其他非流动资产	61	0	0	0	0	营业外支出	1.08	8.55	9.25	12.20	14.00
资产总计	2682	17126	21532	19420	21531	利润总额	231	1496	1736	2050	2436
流动负债合计	125	8159	11340	8406	9575	所得税	33	277	334	380	451
短期借款	0	2388	6949	3174	3765	净利润	197	1219	1402	1670	1985
应付账款	73	1857	2067	2408	2784	少数股东损益	0	43	26	48	52
预收款项	1	26	40	42	45	归属母公司净利润	197	1176	1377	1622	1933
一年内到期的非	0	400	404	404	404	EBITDA	440	2485	2871	2566	2986
非流动负债合计	87	761	1217	56	56	BPS (元)	0.25	1.09	1.27	1.50	1.79
长期借款	0	0	892	892	892	主要财务比率					
应付债券	0	400	0	0	0		2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
负债合计	212	8920	12557	8462	9632	成长能力					
少数股东权益	0	243	320	368	420	营业收入增长	-11.01%	5.43%	15.41%	15.77%	17.32%
实收资本 (或股	800	1080	1080	1080	1080	营业利润增长	28.22%	-16.09%	18.99%	17.97%	18.87%
资本公积	1008	1544	1476	1476	1476	归属于母公司净利	33.38%	-20.43%	17.01%	17.86%	19.16%
未分配利润	677	4517	5174	4947	4677	获利能力					
归属母公司股东	2469	7964	8655	9417	10306	毛利率 (%)	80.11%	36.51%	36.29%	37.09%	38.03%
负债和所有者权	2682	17126	21532	18246	20357	净利率 (%)	27.70%	8.74%	8.71%	8.96%	9.08%
现金流量表					单位: 百万元					总资产净利润 (%)	
	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	ROE (%)					
经营活动现金流	223	1154	-823	4307	1013	偿债能力					
净利润	197	1219	1402	1670	1985	资产负债率 (%)	8%	52%	58%	46%	47%
折旧摊销	247	791	809	0	270	流动比率	10.84	1.37	1.33	1.66	1.71
财务费用	-28	228	318	240	270	速动比率	9.98	1.12	1.13	1.35	1.39
应付帐款的变化	0	0	0	622	-1061	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	3	3	总资产周转率	0.26	0.86	0.83	0.94	1.13
投资活动现金流	-337	-654	-1339	761	0	应收账款周转率	2	3	3	3	3
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	13.49	8.44	8.20	8.33	8.42
长期股权投资减	0	0	0	209	0	每股指标 (元)					
投资收益	1	-10	-33	0	0	每股收益 (最新摊	0.25	1.09	1.27	1.50	1.79
筹资活动现金流	-214	-232	2384	-4890	-723	每股净现金流 (最新	-0.41	0.25	0.21	0.16	0.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	3.09	7.37	8.01	8.72	9.54
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	65.56	40.36	34.64	29.30	24.58
资本公积增加	-6	-227	-68	0	0	P/B	5.31	5.97	5.49	5.05	4.61
现金净增加额	-327	268	222	178	290	EV/EBITDA	27.93	19.87	18.90	19.61	16.95

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。北京大学药剂学硕士、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。