



天士力 2018 一季报点评： 工商业齐头并进，业绩上升趋势确定

天士力(600535.CH/人民币 44.69, 买入)公布 2018 年一季报，报告期内，工商业齐头并进，业绩符合我们预期。其中医药工业主打品种保持稳健增长，普佑克进医保后放量显著；医药商业持续扩大终端规模，融资渠道多样化，支持进一步发展。

事件

公司公布 2018 年一季报，报告期内，实现收入 39.52 亿元，同比增长 18.06%；归属于上市公司净利润 3.71 亿元，同比增长 16.77%；扣非归母净利润 3.59 亿元，同比增长 15.6%；经营活动现金流净额 1.51 亿，同比增长 121.04%。

点评

医药工业连续 5 个季度呈上涨趋势，普佑克进医保放量明显

公司医药工业实现收入 14.94 亿元，增速 15.16%，毛利率 74.5%，较去年同期提升 1.54pp。自 2017 年 Q1 至 2018 年 Q1，公司医药工业单季度增速分别为 15.17%、7.36%、16.54%、6.1%、15.16%，增速呈现上涨趋势，这也意味着渠道调整影响基本结束。由于公司主要的工业品种终端需求刚性，且大多为独家品种，降价压力小，医药工业未来几年将进入 10-15%常态化增长。

按治疗领域来看，心脑血管业务实现收入 10.20 亿元，增速 14%，主要受益于主打产品丹滴、养血清脑等解除渠道库存影响后重回增长；普佑克进医保后，放量显著，一季度实现收入 5,035 万元，同比增长 284.52%，毛利率提升至 61%，预计全年收入超过 3 亿元是大概率事件；中药注射液仍承压，醒脑静等品种收入大幅下滑。抗肿瘤业务实现收入 1.73 亿元，增速 17.3%，主要品种蒂清保持稳健增长；肝病领域在主力品种水林佳带动下，实现收入 9,006 万元，增速 29.98%。感冒药业务实现收入 6,961.37 亿元，增速 2.18%。综合看来，现代中药实现收入 10.99 亿元，增速 9.35%，预计核心品种丹滴等保持稳健增长；化学制剂 3.32 亿元，增速 24.32%；生物药收入 5,035 万元，增速 284.52%。

医药商业规模快速增长，回款周期长拖累应收账款情况。

报告期内医药商业实现收入 24.51 亿元，增速 20.43%，毛利率 9.82%，较去年提升 2.47pp。医药商业持续加大医院业务的拓展，在陕西等地区效果显著。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，由于商业回款周期普遍加长、个别地区需缴纳一定数额保证金或备用金等、导致公司报告期内应收账款较年初增长 19.22%至 80 亿元，其中“其他应收账款”（押金保证金及备用金）大幅增长 51.15%。天士力营销已 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，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。

相关研究报告

《中银国际 2018 年医药行业春季策略报告：平淡中孕育希望》2018.2.28

《构筑大生物医药新格局，创新助力发展新阶段》2018.3.19

《业绩符合预期，进入三大药协同发展新时期》2018.3.27

《与礼来战略合作引进新型口服降糖药，糖尿病管线再添重磅品种》2018.4.4

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

财务指标保持稳健

公司整体毛利率 34.33%，较去年同期增长 1.58pp，主要得益于工商业板块毛利率齐升。期间费用率 21.88%，较去年同期提升 2.82pp，其中销售费用率 12.89% 提升 1.63pp，主要是公司加大市场投入，加强市场网络建设及学术推广所致；管理费用率 6.29%，提升 0.23%，推测是加大研发投入所致；财务费用率 2.7%，提升 0.95%，主要是报告期内有息负债增加。公司应收账款 80 亿元，同比增长 42.52%，主要系公司医药商业拓展终端规模，回款周期加长等影响。经营活动现金流净额 1.51 亿，同比增长 121.04%，主要报告期内公司应收票据到期托收及贴现高于去年同期所致。

盈利预测

我们预计公司 18-20 年实现净利润 16.08 亿元、19.07 亿元、21.30 元，EPS 分别为 EPS1.49 元/股、1.76 元/股、1.77 元/股，维持 **买入** 评级。

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. 公司一季报主要财务数据

(亿元)	2017-03-31	2018-03-31
营业总收入	33.48	39.52
同比(%)	6.45	18.06
归属母公司股东的净利润	3.18	3.72
同比(%)	14.84	16.77
扣非后归属母公司股东的净利润	3.11	3.59
同比(%)	15.19	15.60
流动负债	86.32	103.56
非流动负债	8.06	29.71
负债合计	94.38	133.27
同比(%)	27.95	41.21
经营活动现金净流量	(7.19)	1.51
购建固定无形长期资产支付的现金	1.21	1.26
投资支付的现金	4.96	7.98
投资活动现金净流量	(3.42)	(4.39)
ROE(加权)(%)	3.92	4.20
扣非后 ROE(摊薄)(%)	3.75	3.98
销售毛利率(%)	32.75	34.33
销售净利率(%)	9.64	9.53
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	81.82	105.87
每股净资产 BPS	7.67	8.35
每股销售额 SPS	3.10	3.66
每股经营现金流 OCFPS	(0.67)	0.14
每股现金净流量 CFPS	(0.33)	(0.01)

资料来源：公司公告，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