

工业商业皆增长稳健，普佑克销售再创新高

——天士力（600535）一季报点评

投资要点：

1. 事件

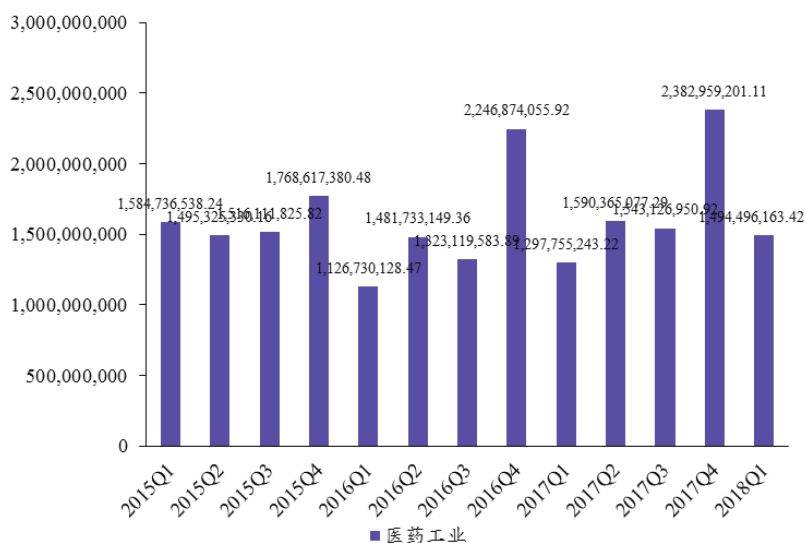
公司发布 2018 年一季报。公司 18Q1 年实现营业收入 39.52 亿元，同比增长 18.06%。实现归属净利润 3.72 亿元，同比增长 16.77%。实现扣非归属净利润 3.59 亿元，同比增长 15.60%。2018Q1 实现 EPS 0.34 元。

2. 我们的分析与判断

（一）医药工业增速稳健，普佑克单季销售收入再创新高

分行业看，一季度公司工业及商业板块双双实现稳健增长：公司医药商业板块 18Q1 年营业收入为 24.51 亿元，同比增长 20.43%；医药工业板块实现营业收入 14.94 亿元，同比增长 15.16%。两项业务毛利率也均有上升：工业 18Q1 毛利率为 74.50%（+1.54pp），商业毛利率为 9.82%（+2.47pp），带动整体毛利率上升 1.42 个百分点，达到 34.32%。我们估计公司工业板块增长主要源于各治疗领域药品收入齐升；商业增长主要受益于两票制持续推行导致的市占率提高。

图 1：公司医药工业分季度收入情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

天士力(600535.SH)

推荐 维持

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

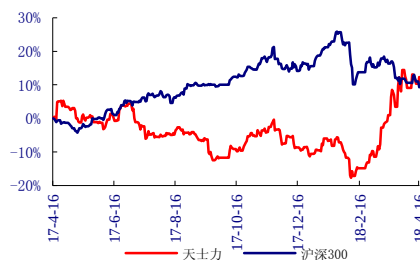
对本报告的编制提供信息。

市场数据

2018-04-16

A 股收盘价(元)	44.69
A 股一年内最高价(元)	45.80
A 股一年内最低价(元)	32.41
沪深 300 指数	3808.86
市盈率	35.1
总股本(万股)	108047.59
实际流通 A 股(万股)	108047.59
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	482.86

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

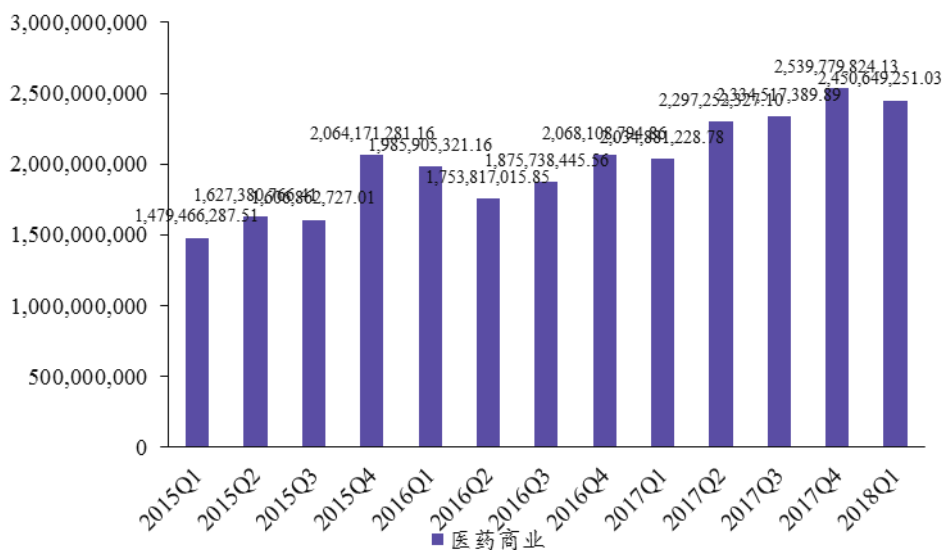
天士力（600535）年报点评：三大药普遍增长，普佑克初露锋芒

天士力（600535）半年报点评：医药工业逐步恢复，普佑克打开广阔市场空间

天士力（600535）点评：三期试验价值获 FDA 肯定，仍需补充验证性试验

天士力（600535）一季报点评：重回稳健增长轨道，精彩未来正在来临

图 2：公司医药商业分季度收入情况



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

分产品看，报告期内公司各主要治疗领域产品营收普增，普佑克实现收入和毛利率双升。18Q1 肝病治疗延续上年高速增长态势，心脑血管类药品营收也实现两位数增长。其中普佑克延续高速增长势头，单季度收入达到 5035 万元，同比增速为 284%，环比亦增长 15%，虽然周期上不是溶栓药销售旺季但是绝对值已超过去年全年销售收入的一半。考虑到去年 11 月全国各省才悉数将谈判目录落地，且在一省落地后对医生进行溶栓药的学术推广和培训还需要约 6 个月时间，因此我们认为普佑克心梗适应症放量过程还远未完成，目前的销售估计仅为在河南、河北等较早落地的省份深耕的结果。此外，普佑克由于销量大幅增加，成本摊薄，故毛利率较上年同期上升 27.93 个百分点，达到 61.06%，毛利率提升符合我们此前预期，未来我们预计二次扩能完全稳定后毛利率可提升至 80%以上。

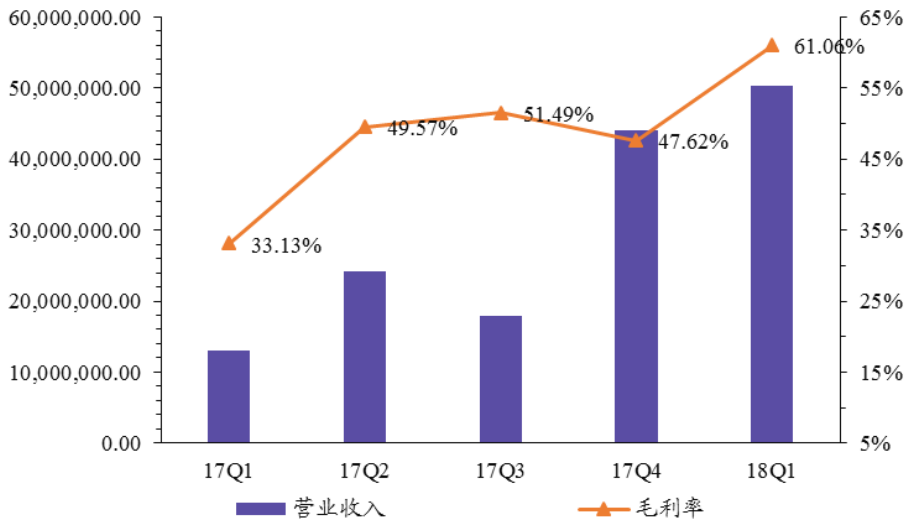
表格 2 各季度分治疗领域/分产品营收及增速

		营业收入（万元）					营收增速 YoY（%）				
		17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
分治疗领域维度	心脑血管（丹滴、养血清脑颗粒/丸、注射用益气复脉、芪参益气滴丸、注射用丹参多酚酸等）	89,474	105,981	114,001	176,182	102,003	8.83	-4.75	18.11	4.90	14.00
	抗肿瘤（替莫唑胺、氟他胺等）	14,755	16,998	18,180	18,308	17,308	25.32	39.53	24.47	11.86	17.30
	感冒发烧（藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸等）	6,813	10,343	5,205	16,797	6,961	31.69	7.03	21.28	36.06	2.18
	肝病治疗（水林佳、阿德福韦酯片等）	6,929	13,600	6,184	15,032	9,006	75.88	132.68	-15.19	-2.53	29.98
	其他	11,805	12,114	10,742	11,976	14,171	23.32	31.49	11.91	-5.01	20.04
分产品维度	中药	100,506	119,845	122,285	194,290	109,907	9.55	-4.21	16.37	5.91	9.35
	化学制剂药	26,718	35,818	29,446	38,974	33,217	33.49	61.00	12.42	5.63	24.32

度	化学原料药	1,242	954	793	635	1,291	36.88	19.56	-23.54	8.61	3.96
	生物药（主要为普佑克）	1,309	2,420	1,789	4,397	5,035	15,485.85	17473.61	85307.31	16.72	284.52

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 3：普佑克分季度营收及毛利率



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

财务指标方面，18 年一季度公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 12.89%（同比+1.63pp）、6.29%（同比+0.23 pp）及 2.70%（同比+0.95 pp），其中：销售费用率上升主要由公司加大市场投入，加强市场网络建设及学术推广所致；财务费用率上升主要由有息负债增加所致。报告期内公司经营活动现金流量净额较去年同期大幅改善，转负为正，达到 1.51 亿元，主要原因是票据到期托收和票据贴现高于去年同期。

（二）PXT3003 被纳入优先审评，创新药研发有望渐次收获

3 月 28 日，公司控股子公司产品 PXT3003 被纳入第 27 批拟优先审评名单，现已完成公示。PXT3003 是公司 与法国 Pharnext 公司合作组建的天士力国际基因网络药物创新中心有限公司（公司控股 65%）研发的全球首款用于治疗腓骨肌萎缩症 1A 型（CMT1A）的药物，此次优先审评为申报新药临床，CDE 公示纳入优先审评理由为罕见病。天士力基因网络公司拥有 PXT3003 项目在大中华区的商业化权益，同时拥有 PXT3003 在大中华区申请和授权的所有专利的排他性独家许可权益。截至目前，天士力基因网络公司对 PXT3003 项目累计研发总投入 2294.16 万元人民币。

PXT3003 的 II 期临床试验结果良好，正在进行的 III 期国际多中心临床试验进展顺利，纳入优先审评有望尽快启动用于支持中国注册的国际多中心临床试验研究。其中 II 期临床试验证实了安全性和耐受性良好，高剂量组的 Charcot-Marie-Tooth Neuropathy Score 及 Overall Neuropathy Limitations Scale Score 均较安慰剂-低剂量-中剂量组显著。该药正在进行的两个国际多中心 III 期临床试验分别为 PLEO-CMT 和 PLEO-CMT-FU：前者是一个关键性多中心随机双盲安慰剂对照三臂的 III 期临床试验，开始于 2015 年 12 月，已经在欧洲、美国 and 加拿大的

30 个中心登记了 323 例轻中度患者,进行为期 15 个月的试验,以 Overall Neuropathy Limitation Scale (ONLS) 评分的改变为主要临床终点,预计 18 年 12 月完成;PLEO-CMT-FU 则是一个国际多中心双盲后续拓展 III 期研究,自 17 年 3 月始,随访 9 个月,旨在评估 PXT3003 对腓骨肌萎缩症 1A 型患者的长期安全性和耐受性。PLEO-CMT 于 2017 年 11 月份按计划完成了盲性变异分析与无效分析两项中间分析,取得了正向结果,证明其可以按原始计划进行而无需增加试验规模。我们认为一方面,被纳入优先审评有望大幅缩短该品种的排队等候审批的时间和整体注册时间,尽快启动用于支持中国注册的国际多中心临床试验研究;另一方面也预示在我国政策鼓励药品医疗器械创新的大环境下,公司未来有望有更多后续品种受益优先审评等政策,催化公司丰富研发管线开花结果。

(三) 与国际巨头礼来合作,糖尿病领域布局更完备

报告期内,公司与礼来签署许可协议,有偿获得了一款 GPR40 选择性激动剂 LY-2922470 在大中华区的独家临床开发、生产和商业化权益,具体金额暂豁免披露。LY-2922470 是用于治疗 II 型糖尿病的口服用药,目前已完成临床概念性验证研究与 I 期临床试验,包括单剂量给药及患者重复剂量给药试验。其作为全新靶点 GPR40 选择性激动剂,具备双重作用机制:

(1) 调节胰岛素分泌具有葡萄糖依赖性,即血糖上升,才促进胰岛素释放,相比传统促胰岛素分泌剂,其所引发低血糖的风险更低;(2) 在促进胰岛素分泌、保护胰岛细胞的同时,还能激活 GLP-1 通路,促进 GLP-1 分泌,抑制胰高血糖分泌,通过中枢性的食欲抑制来减少进食量,避免引发增重的风险。该药在动物试验和 I 期临床结果显示出优异的安全性和耐受性,同时,血糖降低水平具有剂量依赖性。该药物后续将在中国开展 II 期、III 期临床研究。

公司四位一体的研发模式已在糖尿病及其并发症领域全面布局,与礼来合作 GPR40 选择性激动剂将实现进一步协同:肠道代谢降糖,公司布局了派格生物长效 GLP-1 激动剂;肝脏代谢降糖,公司布局了经典降糖药物盐酸二甲双胍,目前正在开展一致性评价;肌肉和脂肪代谢降糖,公司布局了 FGFR 21 突变体,该药物在全球无同类品种上市;公司投资健亚生物布局第三代胰岛素,该药物纯度和产率均超过全球原研产品。此外,在糖尿病并发症领域,公司的复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变适应症目前正在进行 III 期临床。此次通过产品引进方式获得创新 1.1 类药物 LY-2922470,丰富了天士力在新型口服降糖药领域的在研产品管线,进一步完善了公司创新口服降糖药、创新注射降糖药的产品集群,有望实现进一步协同。

公司服务+药物+诊疗+医保的糖尿病精准医疗闭环再下一城:除前述的药品管线布局之外,公司通过“线上(糖医生)+线下(慢病电子处方门特配送)”等医疗服务方式,与医疗设备和保险服务形成资源对接,保证来产品上市后快速导入糖尿病市场,围绕糖尿病精准治疗打造闭环服务。公司的糖尿病慢病管理平台已在天津地区成功落地,今年有望积累患者达 15 万人,公司正积极推进该模式在多个省份的复制;而礼来在全球糖尿病领域排名前四,与这样的创新药巨头进行合作将利好公司糖尿病精准医疗闭环发展。

3. 投资建议:

一方面,我们继续对丹参滴丸的 FDA 认证有信心,获批只是时间早晚问题。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大,对于我国医药产业也是非常重大的事件。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享

受医药板块第一线的估值。公司将成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。另一方面，我们认为公司医药工业经过前期的渠道调整，将恢复稳定增长。普佑克进入医保也为公司打开新的空间。四位一体的研发模式也为公司的长远发展做足了准备。预计公司 18-20 年归属净利润为 15.95 亿元/18.75 亿元/21.69 亿元，对应 EPS 为 1.48 元/1.74 元/2.00 元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示：

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

报表预测

利润表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13221.67	13945.50	16094.15	18429.57	20949.35	23502.63
减: 营业成本	8101.60	8853.62	10253.52	11843.53	13455.84	15072.79
营业税金及附加	121.35	151.36	189.14	216.59	246.20	276.21
营业费用	1990.93	2362.30	2534.86	2856.58	3205.25	3572.40
管理费用	959.15	868.76	1012.65	1151.85	1305.14	1457.16
财务费用	260.57	228.07	318.01	429.91	470.17	505.19
资产减值损失	52.30	5.12	77.51	44.97	44.97	44.97
加: 投资收益	5.60	-10.11	-32.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	5.85	0.00	0.00	1.95	1.95	1.95
营业利润	1747.23	1466.14	1675.56	1888.08	2223.71	2575.86
加: 其他非经营损益	48.19	30.19	-8.02	24.84	24.84	24.84
利润总额	1795.42	1496.34	1667.55	1912.93	2248.56	2600.70
减: 所得税	271.75	277.10	307.69	286.94	337.28	390.11
净利润	1523.67	1219.23	1359.86	1625.99	1911.27	2210.60
减: 少数股东损益	45.12	42.81	25.72	30.75	36.15	41.81
归属母公司股东净利润	1478.55	1176.42	1334.14	1595.23	1875.12	2168.79
资产负债表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	528.31	611.16	689.86	184.30	209.49	235.03
应收和预付款项	6691.44	7450.47	10673.72	12632.11	14783.00	16789.83
存货	1763.73	2011.88	2231.39	2586.98	2939.30	3288.13
其他流动资产	361.58	383.29	645.00	645.00	645.00	645.00
长期股权投资	522.51	551.14	845.11	845.11	845.11	845.11
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3687.77	3908.05	3960.89	4394.62	4796.44	5166.35
无形资产和开发支出	972.97	1077.84	1184.46	1711.64	2214.86	2694.11
其他非流动资产	237.30	322.11	388.53	298.96	209.38	209.38
资产总计	14765.63	16315.93	20618.97	23298.72	26642.58	29872.94
短期借款	2970.66	2388.26	6948.86	7386.22	8261.49	8726.84
应付和预收款项	2744.99	3178.32	3399.03	4015.44	4572.76	5127.17
长期借款	798.45	399.50	891.50	891.50	891.50	891.50
其他负债	533.75	2118.86	405.09	405.09	405.09	405.09
负债合计	7047.85	8084.95	11644.48	12698.25	14130.83	15150.60
股本	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48
资本公积	1771.45	1544.29	1476.40	1476.40	1476.40	1476.40
留存收益	4617.56	5339.07	6097.65	7692.89	9568.01	11736.80
归属母公司股东权益	7469.48	7963.84	8654.53	10249.77	12124.89	14293.68
少数股东权益	237.45	242.85	319.96	350.71	386.86	428.67
股东权益合计	7706.93	8206.69	8974.49	10600.48	12511.75	14722.35

负债和股东权益合计	14754.78	16291.64	20618.97	23298.72	26642.58	29872.94
现金流量表	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金净流量	348.86	1158.86	-813.14	519.85	652.94	1098.22
投资性现金净流量	-910.82	-653.70	-1339.35	-1040.65	-1040.65	-1040.65
筹资性现金净流量	286.32	-231.84	2384.25	15.24	412.91	-32.04
现金流量净额	-276.81	272.58	229.28	-505.56	25.20	25.53

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，生物医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn