

# 天士力 (600535)

证券研究报告  
2018年09月07日

## 与 Arbor 就丹滴合作开发销售签署协议, 有望高效推进国际化

**事件:** 公司发布公告, 天士力、控股子公司天士力北美、美国 Arbor 三方签署协议, Arbor 公司将出资最高 2300 万美金研发付款, 与天士力方共同进行复方丹参滴丸 (T89) 美国 FDA 临床开发研究和药政申报; 天士力方则将 T89 相关适应症在美国本土的独家销售权有偿许可给 Arbor 公司; 产品上市后, 天士力方可获得最高 5000 万美金的销售里程碑付款, 以及按照毛利分层提取最高可达毛利 50% 的销售分成。

### 丹滴 CSA 适应症完成 III 期临床, AMS 适应症获 IND 批准将开展临床

复方丹参滴丸是公司独家开发研制的主要用于预防和治疗心血管疾病的现代创新复方中药, 1998 年以药品身份正式通过 FDA 的第一次 IND 申请, 并于 2006 年再次获得 FDA 的 IND 批准, 确定了预防和治疗慢性稳定性心绞痛(CSA)的适应症。经过十余年不懈的创新性研究, T89 成为全球首例顺利完成 FDA III 期临床研究的复方中药制剂。2018 年 T89 又获得 FDA 另一新适应症的 IND 批准, 用于预防和治疗急性高原综合征(AMS)。公司将于近期在美国开展多中心、双盲、随机对照的临床验证性研究, 用于满足 FDA 药政审批要求。若复方丹参滴丸最终得以成功上市, 预计其与雷诺嗪 (化疗) 类似同属二线治疗药物。雷诺嗪 2017 年全球销售额为 7.17 亿美元, 专利于 2019 年到期。我们估计未来若复方丹参滴丸上市有望带来 6 亿美元以上销售收入。

### 天士力新药研发及 Arbor 市场销售推广优势完美结合, 有望高效推进国际化打开海外空间

天士力北美成立于 2006 年, 公司持股比例为 90%。天士力北美主要负责天士力产品在美国的新药创新研发、药政事务、以及业务拓展工作。该公司 2017 年营业收入 586.51 万美元; 净利润-31.40 万美元。

Arbor 公司是一家专注于药品研发和销售的私有制药公司, 目前销售超过 20 个 NDA 或 ANDA 批准的产品, 主要包括心血管、神经科学、医院、儿科用药领域, 另有多项产品正在开发中。Arbor 公司拥有超过 500 名员工, 其中有约 400 名专业销售人员, 覆盖全美国, 该公司管理人员在制药行业的平均从业年限超过 15 年, 在药品市场准入、产品上市、市场扩展等方面经验丰富。根据 IQVIA 近期报告显示, Arbor 公司 2017 年销售收入约为 7 亿美元。

我们认为, 本次合作有望充分发挥天士力的新药研发优势以及 Arbor 公司的处方药市场销售推广优势, 从而有望更高效地推进天士力的国际化进程, 在未来打开海外市场空间。

### 合作研发并制定研发销售里程碑付款, 未来若获批有望快速进入市场

研发方面, 双方将共同出资进行 T89 美国临床研究, Arbor 公司将向天士力方支付首付款 500 万美元, 以及最高 500 万美元的 T89 美国临床研究和 FDA 新药申报费。获批 NDA 里程碑付款: 防治慢性稳定性心绞痛(CSA)适应症获 FDA 批准, 天士力方将获得最高 1,000 万美元的研发里程碑付款; 防治急性高原综合征(AMS)适应症获 FDA 批准, 天士力方将获得最高 300 万美元的研发里程碑付款。双方将保持对临床研发的及时沟通, 使研发结果与临床应用及市场推广紧密融合。

销售方面, T89 销售额累计达到里程碑金额时, Arbor 公司向天士力方支付最高 5,000 万美金的里程碑付款。根据 T89 未来年度毛利的范围划分, Arbor 公司按照约定比例向天士力方支付毛利的 8%-50% 不同比例的销售分成。天士力方将向 Arbor 公司供应 T89 产品, 以满足 T89 在美国的商业化需求。

预计后续双方合作开展 T89 临床开发的同时, 也将同步开展未来产品销售方案的制订和市场推广的准备; T89 获批上市后, 有望利用 Arbor 公司在美国心血管领域成熟的销售网络和资源快速进入当地市场。

### 合作对公司实现国际化战略意义重大, 看好未来持续发展维持买入评级

天士力与 Arbor 公司目前产品线存在契合度, 双方此次合作将有望为 T89 的更多适应症和公司更多产品进入美国市场奠定良好合作基础, 对公司实现国际化战略意义重大。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.05、1.22、1.43 元, 对应 PE 分别为 20、17、14 倍, 看好普佑克大发展和丹滴的稳健增长, 以及公司持续转型大生物制药平台并推进国际化战略, 维持买入评级。

**风险提示:** 项目在美国进行新药申报在药政评审决策、研发进展及结果、未来产品上市以及上市后市场竞争形势存在诸多不确定性; 最终里程碑付款金额尚存在不确定性

### 投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.16 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,512.67
流通 A 股股本(百万股)	1,512.67
A 股总市值(百万元)	33,520.68
流通 A 股市值(百万元)	33,520.68
每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	58.72
一年内最高/最低(元)	47.91/19.71

### 作者

**潘海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

**郑薇** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com

**杨烨辉** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516080003  
yangyehui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《天士力-半年报点评:业绩稳健增长, 期待创新药成果持续落地》2018-08-19
- 2 《天士力-公司点评:投资 Mesoblast 引进干细胞品种, 夯实心脑血管领域优势》2018-07-18
- 3 《天士力-公司点评:天士力生物增资扩股, 生物创新药研发布局有望加速推进》2018-07-11

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,945.50	16,094.15	18,389.78	20,991.34	23,780.52
增长率(%)	5.43	15.41	14.26	14.15	13.29
EBITDA(百万元)	2,002.85	2,335.88	2,415.88	2,757.17	3,183.95
净利润(百万元)	1,176.42	1,376.54	1,592.38	1,849.81	2,170.54
增长率(%)	(20.43)	17.01	15.68	16.17	17.34
EPS(元/股)	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43
市盈率(P/E)	26.72	22.83	19.74	16.99	14.48
市净率(P/B)	3.95	3.63	3.11	2.81	2.50
市销率(P/S)	2.25	1.95	1.71	1.50	1.32
EV/EBITDA	23.23	19.27	15.81	13.92	12.15

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,329.56	1,498.90	1,471.18	1,679.31	1,902.44
应收账款	4,937.56	6,982.73	8,342.08	9,150.70	10,930.63
预付账款	303.26	371.08	274.89	517.36	382.49
存货	2,011.88	2,231.39	3,638.33	2,330.80	4,225.95
其他	2,593.43	3,965.03	3,784.35	6,039.64	3,580.61
<b>流动资产合计</b>	<b>11,175.68</b>	<b>15,049.14</b>	<b>17,510.84</b>	<b>19,717.80</b>	<b>21,022.12</b>
长期股权投资	551.14	845.11	880.11	925.11	954.11
固定资产	3,492.38	3,450.26	3,756.58	4,125.65	4,467.08
在建工程	415.67	510.62	342.37	253.42	182.05
无形资产	939.78	1,046.40	1,114.35	1,166.77	1,221.50
其他	551.63	630.29	577.20	481.73	431.74
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,950.59</b>	<b>6,482.69</b>	<b>6,670.62</b>	<b>6,952.68</b>	<b>7,256.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,126.27</b>	<b>21,531.83</b>	<b>24,181.46</b>	<b>26,670.49</b>	<b>28,278.60</b>
短期借款	2,388.26	6,948.86	7,090.77	8,014.45	8,534.89
应付账款	2,115.47	2,598.51	2,479.50	3,420.51	3,244.58
其他	3,654.91	1,792.51	2,843.24	3,013.26	2,895.25
<b>流动负债合计</b>	<b>8,158.64</b>	<b>11,339.89</b>	<b>12,413.51</b>	<b>14,448.22</b>	<b>14,674.72</b>
长期借款	0.00	891.50	574.81	0.00	0.00
应付债券	399.50	0.00	399.32	266.27	221.86
其他	361.43	325.95	336.19	341.19	334.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>760.94</b>	<b>1,217.45</b>	<b>1,310.32</b>	<b>607.46</b>	<b>556.31</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,919.58</b>	<b>12,557.34</b>	<b>13,723.83</b>	<b>15,055.68</b>	<b>15,231.02</b>
少数股东权益	242.85	319.96	365.30	416.73	470.92
股本	1,080.48	1,080.48	1,512.67	1,512.67	1,512.67
资本公积	1,544.29	1,476.40	1,476.40	1,476.40	1,476.40
留存收益	6,886.26	7,589.84	8,579.66	9,685.41	11,063.99
其他	(1,547.18)	(1,492.19)	(1,476.40)	(1,476.40)	(1,476.40)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,206.69</b>	<b>8,974.49</b>	<b>10,457.63</b>	<b>11,614.81</b>	<b>13,047.58</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>17,126.27</b>	<b>21,531.83</b>	<b>24,181.46</b>	<b>26,670.49</b>	<b>28,278.60</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,219.23	1,402.26	1,592.38	1,849.81	2,170.54
折旧摊销	345.32	377.65	232.98	265.46	298.21
财务费用	177.97	298.90	245.00	230.00	222.00
投资损失	10.11	32.89	(2.00)	4.40	(3.70)
营运资金变动	769.18	(4,954.00)	(1,387.74)	(920.14)	(1,349.55)
其它	(1,368.08)	2,019.75	45.35	51.42	54.19
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,153.73</b>	<b>(822.56)</b>	<b>725.97</b>	<b>1,480.96</b>	<b>1,391.69</b>
资本支出	622.17	831.23	428.76	593.00	629.75
长期投资	28.63	293.98	35.00	45.00	29.00
其他	(1,304.50)	(2,464.56)	(900.76)	(1,240.40)	(1,278.05)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(653.70)</b>	<b>(1,339.35)</b>	<b>(437.00)</b>	<b>(602.40)</b>	<b>(619.30)</b>
债权融资	3,187.60	8,244.27	8,337.71	8,639.57	9,101.94
股权融资	(456.33)	(382.99)	208.24	(222.98)	(212.64)
其他	(2,963.11)	(5,477.03)	(8,862.64)	(9,087.03)	(9,438.56)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(231.84)</b>	<b>2,384.25</b>	<b>(316.69)</b>	<b>(670.43)</b>	<b>(549.26)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>268.19</b>	<b>222.33</b>	<b>(27.72)</b>	<b>208.12</b>	<b>223.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>13,945.50</b>	<b>16,094.15</b>	<b>18,389.78</b>	<b>20,991.34</b>	<b>23,780.52</b>
营业成本	8,853.62	10,253.52	11,739.45	13,360.90	14,990.19
营业税金及附加	151.36	189.14	194.81	232.30	264.85
营业费用	2,362.30	2,534.86	3,126.26	3,600.01	4,161.59
管理费用	868.76	1,012.65	1,103.39	1,259.48	1,426.83
财务费用	228.07	318.01	245.00	230.00	222.00
资产减值损失	5.12	77.51	44.97	42.53	55.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(10.11)	(32.89)	2.00	(4.40)	3.70
其他	20.23	(3.17)	(4.00)	8.80	(7.40)
<b>营业利润</b>	<b>1,466.14</b>	<b>1,744.50</b>	<b>1,937.90</b>	<b>2,261.71</b>	<b>2,663.74</b>
营业外收入	38.75	1.23	33.28	24.42	19.65
营业外支出	8.55	9.25	9.83	9.21	9.43
<b>利润总额</b>	<b>1,496.34</b>	<b>1,736.49</b>	<b>1,961.35</b>	<b>2,276.92</b>	<b>2,673.96</b>
所得税	277.10	334.23	323.62	375.69	449.23
<b>净利润</b>	<b>1,219.23</b>	<b>1,402.26</b>	<b>1,637.73</b>	<b>1,901.23</b>	<b>2,224.74</b>
少数股东损益	42.81	25.72	45.35	51.42	54.19
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,176.42</b>	<b>1,376.54</b>	<b>1,592.38</b>	<b>1,849.81</b>	<b>2,170.54</b>
每股收益(元)	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.43%	15.41%	14.26%	14.15%	13.29%
营业利润	-16.09%	18.99%	11.09%	16.71%	17.78%
归属于母公司净利润	-20.43%	17.01%	15.68%	16.17%	17.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.51%	36.29%	36.16%	36.35%	36.96%
净利率	8.44%	8.55%	8.66%	8.81%	9.13%
ROE	14.77%	15.91%	15.78%	16.52%	17.26%
ROIC	13.70%	17.26%	11.97%	12.35%	13.23%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.08%	58.32%	56.75%	56.45%	53.86%
净负债率	34.63%	49.05%	26.91%	33.71%	36.30%
流动比率	1.37	1.33	1.41	1.36	1.43
速动比率	1.12	1.13	1.12	1.20	1.14
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.89	2.70	2.40	2.40	2.37
存货周转率	7.39	7.59	6.27	7.03	7.25
总资产周转率	0.86	0.83	0.80	0.83	0.87
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.78	0.91	1.05	1.22	1.43
每股经营现金流	0.76	-0.54	0.48	0.98	0.92
每股净资产	5.26	5.72	6.67	7.40	8.31
<b>估值比率</b>					
市盈率	26.72	22.83	19.74	16.99	14.48
市净率	3.95	3.63	3.11	2.81	2.50
EV/EBITDA	23.23	19.27	15.81	13.92	12.15
EV/EBIT	27.46	22.58	17.50	15.41	13.41

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com