



天士力(600535.SH)

## 【联讯医药公司三季报点评】天士力(600535.SH): 业绩平稳增长, 普佑克快速放量促生物药分部毛利率大幅提升

2018年10月29日

事项:

### 增持(维持)

当前价: 19.17元

分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizhixin@lxsec.com

#### 相关研究

《天士力(600535) - 【联讯医药公司点评】天士力(600535): 中报业绩增长平稳, 创新生物药普佑克受益新进医保快速放量》2018-08-21

**事件:** 10月29日晚间, 公司披露三季报, 前三季度实现营业收入130.25亿元, 同比增长16.69%; 归母净利润13.69亿元, 同比增长20.24%; 扣非后归母净利润12.49亿元, 同比增12.12%。基本每股收益0.905元。

#### 评论:

##### ◇ 业绩增速拔升, 工业与商业齐发力

公司前三季度营业收入为130.25亿元(+16.69%), 归母净利润为13.69亿元(+20.24%), 其中18Q3单季度营收45.49亿元(+16.71%), 归母净利润分别为4.44亿元(+16.14%), 前三季度销售毛利率为35.3%左右, 比去年同期提升近2个百分点。医药工业分部50.31亿元, 同比增13.55%, 其中中药营收37.44亿元(+9.27%), 化学制剂为10.79亿元(+17.31%), 生物药分部主要是普佑克, 营收为1.75亿元(+218.27%), 其余为化学原料药, 工业分部增速持续走高, 自2016年负增长后, 已经连续两年增速回升到两位数; 医药商业部分立足天津市场, 拓展山东、陕西和辽宁等市场, 营收79.36亿元(+19.05%), 延续了去年以来的较快增速(2017A +19.82%), 已经率先走出2014-2015年的增速底部, 并且由于调拨业务的缩减, 分部毛利率提升了2.45个百分点, 前三季度达到10.0%。总体看, 公司业绩增速拔升, 商业与工业齐发力。

##### ◇ 生物药普佑克受益新进医保, 销量快速增长, 盈利大幅改善

受益国家药价谈判纳入国家医保目录, 普佑克销售快速放量, 前三季度生物药销售额约1.75亿元(+218.27%), 主要是普佑克贡献, 扣除价格因素, 我们预计销量同比增长约260%左右; 其中第三季度单季度销售额约0.57亿元, 略低于第二季度的销售额(0.68亿元), 主要是由于公司为适应分拆生物创新药业务在港上市要求, 调整原有销售线条, 组建专门的生物药销售团队所致, 我们仍然预计普佑克全年完成约2.5亿元销售目标。随着销售放量, 生物药分部毛利率大幅改善, 前三季度毛利率69.14%, 同比大幅提升22.85个百分点, 盈利能力大幅改善。另外在产能上, 当前普佑克产能约64万支/年, 上海天士力完成300L反应器生产线建设后, 最大产能达到200万支/年, 未来产能完全能支持2-3年销售放量。

##### ◇ 盈利预测与评级

我们预测2018-2020年, 公司营业收入为186.7/213.5/243.2亿元, 归母净利润分别为16.4/18.4/22.1亿元, 对应每股EPS为1.09/1.21/1.46元, 今日收盘价对应市盈率分别为18/16/13倍。

我们预测2018-2020年归母净利润年复合增速约17%, 现价对应PE(2018E)约18倍, PEG约1.0, 估值合理, 维持“增持”评级。



◇ 风险提示

药品降价超预期；市场开拓及销售不及预期；新药研发进度不及预期。



## 附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	150.50	178.06	198.35	223.45	经营活动现金流	1188.8	1697.3	2006.6	2494.3
货币资金	14.99	15.07	23.49	30.86	净利润	1224.0	1762.5	2215.9	2760.4
应收账款和票据	100.68	115.78	132.35	150.76	折旧摊销	132.1	148.8	175.8	193.8
其他应收款	2.35	5.00	2.30	1.20	财务费用	5.5	10.0	10.0	10.0
存货	22.31	26.14	29.89	34.04	投资损失	20.3	21.0	20.0	20.0
预付账款	3.71	4.30	4.91	5.59	营运资金变动	-325.4	-231.8	-404.8	-476.6
其他流动资产	6.46	11.77	5.41	1.00	其它	132.3	-13.2	-10.3	-13.2
非流动资产	64.83	66.35	64.09	64.09	投资活动现金流	-1240.7	-155.8	-30.4	-170.4
在建工程	5.11	5.21	5.21	5.21	资本支出	-746.3	-300.0	-200.0	-200.0
固定资产	34.50	33.67	32.81	32.02	长期投资	-261.2	124.0	137.2	0.0
无形资产和商誉	6.33	6.04	5.75	5.46	其他	-233.3	20.2	32.4	29.6
其他非流动资产	18.89	21.43	20.32	21.40	筹资活动现金流	252.2	-810.0	-1166.7	-1466.9
资产总计	215.33	244.41	262.43	287.54	吸收投资	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	113.40	101.77	106.02	113.47	可转债	843.2	0.0	0.0	0.0
短期借款	69.49	49.88	50.00	50.00	分配股利	-591.0	-810.0	-1166.7	-1466.9
应付账款和票据	28.28	35.49	40.70	46.15	现金流量净额	200.2	731.5	809.4	857.0
其他流动负债	15.63	16.40	15.32	17.32					
非流动负债	12.17	42.54	43.00	44.23	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	8.92	20.45	20.00	20.00	成长能力				
其他非流动负债	3.25	22.09	23.00	24.23	营业收入	20.61%	26.53%	24.91%	23.60%
负债合计	125.57	144.31	149.02	157.70	营业利润	28.63%	46.96%	26.56%	25.16%
归属母公司股东权益	86.56	96.59	109.53	125.54	归属母公司净利润	30.95%	44.05%	25.73%	24.57%
少数股东权益	3.20	3.52	3.87	4.30	获利能力				
股东权益合计	89.76	100.10	113.41	129.84	毛利率	84.95%	84.74%	84.54%	84.35%
					净利率	21.69%	24.73%	24.89%	25.08%
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	27.80%	32.92%	34.60%	35.86%
营业收入	160.94	186.74	213.47	243.16	ROIC	26.60%	31.34%	33.42%	34.94%
营业成本	102.50	118.29	135.68	153.83	偿债能力				
营业税金及附加	1.89	2.04	2.33	2.65	资产负债率	33.93%	34.44%	30.36%	28.76%
营业费用	25.35	29.69	33.94	38.66	净资产负债率	51.36%	52.53%	43.60%	40.38%
管理费用	10.13	11.76	13.45	15.32	流动比率	2.49	2.47	2.96	3.21
财务费用	3.18	4.60	5.00	5.00	速动比率	2.33	2.31	2.77	3.00
资产减值损失	0.78	0.60	0.60	0.60	营运能力				
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.97	0.96	1.03	1.10
投资净收益	-0.33	0.80	0.50	0.50	应收账款周转率	3.49	3.61	3.70	3.69
营业利润	17.45	20.56	22.97	27.59	存货周转率	3.80	3.94	3.95	3.98
营业外收入	0.01	0.10	0.10	0.10	每股指标(元)				
营业外支出	0.09	0.09	0.09	0.09	每股收益	1.50	2.16	2.72	3.39
利润总额	17.37	20.57	22.98	27.60	每股经营现金	5.40	6.57	7.86	9.44
所得税	3.34	3.81	4.25	5.11	每股净资产	1.46	2.08	2.46	3.06
净利润	14.03	16.76	18.73	22.50	估值比率				
少数股东损益	0.26	0.32	0.36	0.43	P/E	27.1	18.8	15.0	12.0
归属母公司净利润	13.77	16.45	18.38	22.07	P/B	7.5	6.2	5.2	4.3
EBITDA	23.79	28.10	30.85	35.39	EV/EBITDA	21.53	15.39	12.30	9.96
EPS（元）	0.91	1.09	1.21	1.46					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)