

# 天士力 (600535)

证券研究报告

2019年03月21日

## 替莫唑胺胶囊首家通过一致性评价, 有望提升市场份额

### 替莫唑胺胶囊国内首家通过一致性评价, 利于后续扩大市场份额

公司公告全资子公司江苏帝益的替莫唑胺胶囊(商品名:蒂清, 5mg、50mg、100mg 三个规格)通过仿制药一致性评价。替莫唑胺是新一代咪唑四嗪类化合物, 作为抗肿瘤用药, NCCN 指南中枢神经系统部分, 自 2012 年版起一直推荐替莫唑胺是治疗脑胶质瘤的一线治疗药物, 同时推荐治疗中枢神经系统淋巴瘤和恶性黑色素瘤,《原发性肺癌诊治指南 2018 年版》推荐治疗非小细胞肺癌脑转移,《欧洲内分泌协会难治性垂体瘤和垂体腺瘤诊治临床指南》推荐治疗难治性垂体瘤和垂体腺瘤。随着脑胶质瘤诊疗知识的普及和患者对自身健康的重视, 脑胶质瘤患者的诊断率和治疗率有望逐步提升, 促进替莫唑胺销售增长, IQVIA CHPA 数据显示替莫唑胺胶囊快速增长, 2018 年国内样本医院销售额为 15.32 亿元, 同比增长 16.7%。替莫唑胺原研药为美国默沙东公司的泰道, 中标价上看, 根据药智网数据, 原研(100mg)比公司价格高出 34%(湖北中标数据)。国家推行一致性评价政策, 通过提升医药工业的制造水平, 鼓励国产药品替代原研药品以降低医疗费用, 公司的替莫唑胺胶囊有望借助通过一致性评价契机, 加速实现对原研药的替代, 继续扩大市场份额。公司前三季度抗肿瘤药收入 5.79 亿元, 占工业收入比例 11.5%。长期来看, 假设后期带量采购蒂清降价中标, 公司依靠品牌优势和规模效应有望促进销量和份额增长, 对公司收入和利润整体影响较小。

### 天士力基层渠道优势明显, 替莫唑胺胶囊基层大有可为

各国积极推进分级诊疗, 推动医疗基层下沉, 实施“大病不出县”的政策导向, 卫健委在推行《胶质瘤诊疗规范》等政策, 胶质瘤规范化治疗从全国省会城市到地级市到县进行深入推广; 天士力销售团队覆盖了全国绝大多数省份, 其中地市、县级等基层医疗机构营销网络优势明显, 另外, 相较于竞争对手, 蒂清产品规格更为齐全, 更能满足精准用药需求。依靠市场渠道优势和产品优势, 未来天士力的替莫唑胺胶囊在基层大有可为, 相较对手更具竞争优势。同时公司拥有原料药批号, 具备一体化优势。

### 坚持“四位一体”研发模式发力创新, 有望迎来估值重构

公司实施“四位一体”的研发模式, 通过自主研发、产品引进、合作研发及投资市场许可优先权的多方式紧跟国际前沿、提升产品管线的广度和深度。根据公司 2017 年年报, 公司以上海天士力为生物药板块中心, 陆续通过合作组建天士力创世杰(天津)生物制药有限公司、并购上海赛远生物科技有限公司、投资天境生物科技(上海)有限公司、派格生物及健亚生物等投资等举措, 在研产品覆盖心脑血管、糖尿病、抗肿瘤三大治疗领域, 丰富了生物医药产品集群。公司通过“四位一体”, 助力公司从现代中药企业, 向生物制药、中药、化学综合性创新药企业转型发展。

公司在 2018 年半年报提出将控股子公司上海天士力药业打造成公司生物药板块的唯一经营平台, 改制重组后的上海天士力(改制重组后更名为天士力生物医药股份有限公司)申请在香港联交所主板上市。我们认为随着国内多层次资本市场改革的持续推进, 多元化融资渠道的不断完善, 天士力生物医药及公司投资项目有望迎来估值修复(2018 年 7 月天士力生物增资扩股后估值达到 18.95 亿美元), 带动上市公司层面迎来估值修复。

### 看好公司后续发展及估值修复, 维持买入评级

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.05、1.22 及 1.43 元, 对应 PE 分别为 22、19、16 倍。看好公司“四位一体”成果的不断落地, 以及公司持续深入布局大生物制药创新平台的战略发展, 维持买入评级。

**风险提示:** 替莫唑胺降价幅度超预期; 丹滴、普佑克销售、适应症拓展进度低于预期; “四位一体”布局相关项目进展低于预期

### 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	22.94 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)	34,700.56
流通 A 股市值(百万元)	34,700.56
每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	54.76
一年内最高/最低(元)	47.91/17.00

### 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	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《天士力-公司研究简报:深度布局心脑血管药物的创新药企, 有望迎来估值修复》 2019-03-10
- 2 《天士力-公司点评:与 Arbor 就丹滴合作开发销售签署协议, 有望高效推进国际化》 2018-09-07
- 3 《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

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)	29.50	25.21	21.79	18.76	15.99
市净率(P/B)	4.36	4.01	3.44	3.10	2.76
市销率(P/S)	2.49	2.16	1.89	1.65	1.46
EV/EBITDA	23.23	19.27	17.16	15.11	13.18

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	29.50	25.21	21.79	18.76	15.99
市净率	4.36	4.01	3.44	3.10	2.76
EV/EBITDA	23.23	19.27	17.16	15.11	13.18
EV/EBIT	27.46	22.58	18.99	16.72	14.54

### 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