

全年业绩稳定增长，研发领域看点较多

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年营业收入、扣非净利润分别约为 180 亿元、13.4 亿元，同比增速分别约为 11.8%、2.1%；2019Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 45.7 亿元、4 亿元，同比增速分别约为 15.7%、10.3%。
- **全年业绩稳定增长，减值拉低利润增速。** 2018 年公司营业收入约为 180 亿元，同比增长约 11.8%，符合预期；期间内医药商业约为 108 亿元，同比增速约 17.1%；期间内医药工业约为 71 亿元，同比增速约为 4.6%。所有细分产品线收入增速均为上涨，其中核心领域心脑血管类收入约为 50 亿元，同比增长约 2.3%。公司生物药板块收入约为 2.3 亿元，同比增长约 130%，普佑克进入医保目录后放量明显。2018 年公司扣非净利润为 13.4 亿元，同比增长约 2.1%，低于收入增速约 9.7 个百分点，具体分析如下：1) 公司毛利率约为 36.2%，同比下降约 0.1 个百分点，其中工业毛利率约为 75.5%，提升约 1.6 个百分点；商业毛利率约为 10%，提升约 1.7 个百分点；由于商业收入快于工业，收入结构变化导致毛利率变化；2) 期间费用率约为 24.7%，同比提升约 0.7 个百分点，其中销售及管理费用控制较好。财务费用约为 5 亿元，同比增长约 55%，主要是公司债务融资规模增大且长短期债务结构调整导致利息支出增加；3) 长期股权投资减值损失增加约 1.25 亿元，主要是由于子公司 CARDIODX, INC. 主要产品本期未能进入医保，导致销售额大幅下降，对其计提全额减值准备所致，如参考可比口径则 2018 年公司实际扣非净利润增速超过 10%。从单季度来看，对子公司的资产减值以及销售市场调整影响了 2018Q4 业绩增速，2019Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 45.7 亿元、4 亿元，同比增速分别约为 15.7%、10.3%，目前销售调整结束恢复正常，预计 2019 年净利润将持续稳定增长。
- **复方丹参滴丸、普佑克等产品适应症拓展推进顺利。** 公司将持续推进复方丹参滴丸 FDA III 期试验，巩固公司创新中药国际化领先地位。推动止动颗粒、复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜病变适应症、米诺膦酸、他达拉非、吉非替尼等申报生产批件，此外普佑克治疗缺血性脑卒中 III 期临床研究已经完成全部病例入组，已经完成普佑克治疗急性肺栓塞 II 期临床研究，进展顺利。**普佑克进入全国医保快速放量，预计 2019 年增速超过 50%。** 普佑克为 1 类新药，溶栓疗效和安全性显著，是急性心肌梗死溶栓治疗的有效药物，在缺少介入治疗能力的基层医疗机构需求更大。我国每年新发心梗患者超过 80 万，如 50% 选择溶栓治疗、普佑克渗透率为 50%，按照单人治疗费用 1 万元（每人 10 只，每支中标价 1020 元左右）测算，心梗适应症的市场空间达到 20 亿。2017 年普佑克已经通过谈判进入国家医保目录，随着各省调整到位，预计快速放量仍将持续；**继续推进天士力生物港股上市。** 子公司天士力生物为医药独角兽，计划在 2019 年将尽快递交相关材料，推动香港主板挂牌上市，将凭借香港资本市场的资源配置和融资优势，为后续生物药创新药研发提供支撑，与此同时我们认为天士力生物上市后或迎来公司的价值重估。
- **盈利预测与评级。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.17 元、1.34 元、1.54 元（原预测 2019-2020 年 EPS 为 1.24 元、1.47 元，调整原因为预期新产品推广期间费用略有增加），对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期的风险；产品招标降价的风险；创新药研发进度或低于预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	17989.54	20144.61	22549.39	25297.02
增长率	11.78%	11.98%	11.94%	12.18%
归属母公司净利润 (百万元)	1545.17	1765.68	2026.24	2336.71
增长率	12.25%	14.27%	14.76%	15.32%
每股收益 EPS (元)	1.02	1.17	1.34	1.54
净资产收益率 ROE	14.20%	13.91%	13.77%	13.70%
PE	23	20	17	15
PB	3.14	2.69	2.32	2.01

数据来源: Wind, 西南证券

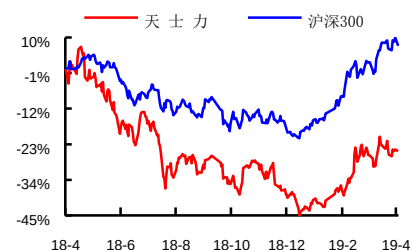
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
 执业证号: S1250516100001
 电话: 023-67909731
 邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.13
流通 A 股(亿股)	15.13
52 周内股价区间(元)	17.2-46.96
总市值(亿元)	352.30
总资产(亿元)	245.84
每股净资产(元)	7.27

相关研究

1. 天士力 (600535): 业绩稳定增长，普佑克进入医保快速放量 (2018-10-30)
2. 天士力 (600535): 业绩平稳增长，生物药管线得到市场认可 (2018-08-19)
3. 天士力 (600535): 战略布局干细胞治疗，创新生物药产品线持续扩张 (2018-07-18)
4. 天士力 (600535): 生物药独角兽子公司增资扩股，迎来价值重估 (2018-07-11)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	17989.54	20144.61	22549.39	25297.02	净利润	1591.93	1819.12	2087.56	2407.43
营业成本	11477.51	12942.09	14751.96	16874.78	折旧与摊销	391.62	30.14	39.04	50.62
营业税金及附加	179.90	201.45	225.50	252.98	财务费用	494.18	431.59	469.71	502.56
销售费用	2790.39	3082.12	3179.46	3263.32	资产减值损失	131.85	30.00	30.00	30.00
管理费用	574.22	1248.97	1352.96	1441.93	经营营运资本变动	-990.99	-2396.21	-2201.99	-2073.10
财务费用	494.18	431.59	469.71	502.56	其他	-124.81	-44.62	-49.15	-49.19
资产减值损失	131.85	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	1493.79	-129.98	375.17	868.33
投资收益	126.67	20.00	20.00	20.00	资本支出	3310.87	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	-1.28	-1.28	-1.28	-1.28	其他	-3952.70	18.72	18.72	18.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-641.83	-381.28	-381.28	-381.28
营业利润	1944.79	2227.10	2558.51	2950.18	短期借款	-3144.23	360.80	716.29	290.28
其他非经营损益	11.10	7.91	6.32	7.65	长期借款	880.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	1955.89	2235.01	2564.83	2957.83	股权融资	885.58	0.00	0.00	0.00
所得税	363.96	415.90	477.27	550.40	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1591.93	1819.12	2087.56	2407.43	其他	2206.25	-972.18	-469.71	-502.56
少数股东损益	46.76	53.44	61.32	70.72	筹资活动现金流净额	827.94	-611.38	246.59	-212.28
归属母公司股东净利润	1545.17	1765.68	2026.24	2336.71	现金流量净额	1681.22	-1122.65	240.48	274.76
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3137.11	2014.46	2254.94	2529.70	成长能力				
应收和预付款项	11783.83	12634.83	14366.35	16124.89	销售收入增长率	11.78%	11.98%	11.94%	12.18%
存货	2396.73	2698.47	3076.84	3520.59	营业利润增长率	11.48%	14.52%	14.88%	15.31%
其他流动资产	501.03	267.06	298.94	335.36	净利润增长率	13.53%	14.27%	14.76%	15.32%
长期股权投资	765.84	765.84	765.84	765.84	EBITDA 增长率	16.00%	-5.01%	14.07%	14.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	296.44	583.97	859.92	毛利率	36.20%	35.75%	34.58%	33.29%
无形资产和开发支出	1741.03	1832.84	1924.64	2016.45	三费率	21.45%	23.64%	22.18%	20.59%
其他非流动资产	4846.27	4827.89	4809.51	4791.13	净利率	8.85%	9.03%	9.26%	9.52%
资产总计	25171.84	25337.83	28081.03	30943.89	ROE	14.20%	13.91%	13.77%	13.70%
短期借款	3804.63	4165.43	4881.73	5172.00	ROA	6.32%	7.18%	7.43%	7.78%
应付和预收款项	449.70	2524.10	2445.96	2590.61	ROIC	13.16%	13.97%	13.40%	13.28%
长期借款	1771.84	1771.84	1771.84	1771.84	EBITDA/销售收入	15.73%	13.35%	13.60%	13.85%
其他负债	7937.41	3801.13	3818.61	3839.11	营运能力				
负债合计	13963.58	12262.49	12918.13	13373.56	总资产周转率	0.77	0.80	0.84	0.86
股本	1512.67	1512.67	1512.67	1512.67	固定资产周转率	10.43	275.13	89.23	52.90
资本公积	1929.80	1929.80	1929.80	1929.80	应收账款周转率	2.40	2.39	2.44	2.42
留存收益	7226.42	8992.10	11018.33	13355.04	存货周转率	4.95	5.08	5.10	5.11
归属母公司股东权益	10533.70	12347.34	14373.58	16710.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.63%	—	—	—
少数股东权益	674.56	727.99	789.32	860.04	资本结构				
股东权益合计	11208.26	13075.34	15162.90	17570.32	资产负债率	55.47%	48.40%	46.00%	43.22%
负债和股东权益合计	25171.84	25337.83	28081.03	30943.89	带息债务/总负债	64.17%	76.01%	77.70%	77.23%
					流动比率	2.09	2.58	2.68	2.84
					速动比率	1.81	2.19	2.27	2.40
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.17	1.34	1.54
					每股净资产	7.41	8.64	10.02	11.62
					每股经营现金	0.99	-0.09	0.25	0.57
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2830.59	2688.83	3067.26	3503.36					
PE	22.80	19.95	17.39	15.08					
PB	3.14	2.69	2.32	2.01					
PS	1.96	1.75	1.56	1.39					
EV/EBITDA	13.06	14.09	12.50	10.95					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn