

# 天士力 (600535)

证券研究报告

2019年08月23日

## 业绩相对平稳，生物药分拆上市推进顺利

上半年收入增长 11.10%，归母净利润下滑 2.86%

公司公告 2019 年半年报：营收 94.17 亿元，同比增长 11.10%；归母净利润 8.99 亿元，同比下降 2.86%；归母扣非后净利润 8.36 亿元，同比增长 0.44%，公司整体业绩表现略低于市场预期，但经营净现金流为 8.68 亿元，同比大增 34.72%，显示出良好的经营质量。

### 工业相对平稳，商业稳健增长

分板块看：公司医药工业收入 33.08 亿元，同比增长 0.62%，毛利率提升提升 1.85pp 至 76.39%。具体看：中药收入 23.85 亿元，同比下降 2.75%，毛利率上升 1.03pp 至 75.91%，预计核心品种复方丹参滴丸同比略有增长，感冒发烧产品穿心莲、藿香等销售出现了较大下滑。化学制剂收入 7.60 亿元，同比增长 9.63%，毛利率提升 2.91pp 至 78.98%，预计替莫唑胺等产品实现快速的增长。生物药收入 1.37 亿元，同比增长 16.05%，毛利率提升 10.88pp 至 77.57%，主要是普佑克销售增长，成本摊薄，提升了毛利率。商业收入 60.70 亿元，同比增长 11.16%，毛利率降低 0.5pp 至 9.51%。公司在复方丹参滴丸形成心脑血管品牌优势的基础上，持续深度布局心脑血管领域，在研管线覆盖高血脂症、抗血栓、脑卒中、脑卒中后遗症、心衰、冠心病等适应症，形成贯穿心脑血管疾病预防、治疗及康复各个环节、品类齐全的产品链，有望保持在中国心脑血管创新药领域的领先优势。

### 坚持“四位一体”研发模式，持续高研发投入，生物药分拆上市顺利推进

公司聚焦中国市场容量最大、发展最快的心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域，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技术、布局产品管线的广度和深度。上半年研发费用 2.56 亿元，同比增长 4.03%，公司 75 个管线品种取得多项进展，其中 43 款药品（其中含仿制药一致性评价 9 款药物）已进入临床阶段。国际注册重点推进复方丹参滴丸(T89)项目 ORESA 试验正常入组，完成 AMS II 期临床试验。国内注册积极推进止动颗粒、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、吉非替尼获得生产批件；重点推进普佑克治疗缺血性脑卒中 III 期临床试验、急性肺栓塞 II 期临床试验完成病例入组；T601（重组溶瘤痘病毒注射液）计划启动临床 I 期试验；推动脂糖素（FGF21 类似物注射液）和 PCSK9 全人源抗体注射液计划获得临床批件；积极推进化学药完成上市产品一致性评价等。报告期内子公司天士力生物医药股份有限公司收到了中国证监会出具的《行政许可申请受理单》，并已向香港联交所递交了发行上市申请，未来将凭借香港资本市场的优势为公司创新药的研发与国际化提供资源保障。

### 看好公司的创新领域的持续布局，维持买入评级

考虑到 2019 年上半年业绩略低于我们此前预期，小幅下调盈利预测，将 2019-2021 年净利润预测由 17.9、20.8、24.6 亿元调整为 16.3、18.1、19.8 亿元，当前价格对应 PE 为 15、14、13 倍。我们看好普佑克的发展及丹滴产品的增长、公司“四位一体”成果不断落地，加之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：丹滴销售和适应症拓展低于预期，普佑克营销进展、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	16.68 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)	25,231.27
流通 A 股市值(百万元)	25,231.27
每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	53.16
一年内最高/最低(元)	25.23/14.55

### 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

- 《天士力-年报点评报告:2018 年平稳收官，2019 年蓄势待发》 2019-04-24
- 《天士力-公司点评:替莫唑胺胶囊首家通过一致性评价，有望提升市场份额》 2019-03-21
- 《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

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,094.15	17,989.54	19,698.54	21,688.09	24,117.16
增长率(%)	15.41	11.78	9.50	10.10	11.20
EBITDA(百万元)	2,841.98	3,318.01	2,598.91	2,805.98	3,014.47
净利润(百万元)	1,376.54	1,545.17	1,629.58	1,807.69	1,984.00
增长率(%)	17.01	12.25	5.46	10.93	9.75
EPS(元/股)	0.91	1.02	1.08	1.20	1.31
市盈率(P/E)	18.33	16.33	15.48	13.96	12.72
市净率(P/B)	2.92	2.40	2.16	1.95	1.77
市销率(P/S)	1.57	1.40	1.28	1.16	1.05
EV/EBITDA	15.84	10.61	11.51	10.52	9.58

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)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,498.90	3,137.11	3,510.24	3,258.40	3,686.16	营业收入	16,094.15	17,989.54	19,698.54	21,688.09	24,117.16
应收票据及应收账款	10,067.62	11,273.96	11,707.67	12,390.21	13,066.79	营业成本	10,253.52	11,477.51	12,633.96	13,882.18	15,374.54
预付账款	371.08	509.87	330.78	636.62	454.87	营业税金及附加	189.14	179.90	216.68	236.78	256.59
存货	2,231.39	2,396.73	2,840.12	2,858.87	3,501.73	营业费用	2,534.86	2,790.39	3,072.97	3,426.72	3,906.98
其他	880.15	501.03	652.14	719.41	695.08	管理费用	506.55	574.22	628.38	715.71	819.98
<b>流动资产合计</b>	<b>15,049.14</b>	<b>17,818.70</b>	<b>19,040.95</b>	<b>19,863.51</b>	<b>21,404.63</b>	研发费用	506.10	588.88	669.75	759.08	892.33
长期股权投资	845.11	765.84	740.84	726.84	716.84	财务费用	318.01	494.18	331.84	305.81	279.52
固定资产	3,450.26	3,398.17	3,389.21	3,318.57	3,238.78	资产减值损失	77.51	131.85	71.49	100.00	101.12
在建工程	510.62	520.41	348.25	256.95	184.17	公允价值变动收益	0.00	(1.28)	(30.77)	5.13	6.84
无形资产	1,046.40	1,564.77	1,646.50	1,695.22	1,747.78	投资净收益	(32.89)	126.67	5.00	6.00	7.00
其他	630.29	1,103.96	1,060.51	1,047.01	1,027.96	其他	(3.17)	(317.59)	51.55	(22.26)	(27.68)
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,482.69</b>	<b>7,353.14</b>	<b>7,185.31</b>	<b>7,044.59</b>	<b>6,915.53</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,744.50</b>	<b>1,944.79</b>	<b>2,047.68</b>	<b>2,272.94</b>	<b>2,499.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>21,531.83</b>	<b>25,171.84</b>	<b>26,226.26</b>	<b>26,908.10</b>	<b>28,320.16</b>	营业外收入	1.23	17.78	19.25	15.00	17.34
短期借款	6,948.86	3,804.63	2,804.63	3,304.63	2,304.63	营业外支出	9.25	6.67	8.16	10.00	8.28
应付票据及应付账款	2,827.64	2,970.36	3,346.62	3,886.59	3,934.97	<b>利润总额</b>	<b>1,736.49</b>	<b>1,955.89</b>	<b>2,058.78</b>	<b>2,277.94</b>	<b>2,509.01</b>
其他	1,563.39	1,740.59	2,278.33	1,899.02	2,231.01	所得税	334.23	363.96	382.93	423.70	469.18
<b>流动负债合计</b>	<b>11,339.89</b>	<b>8,515.59</b>	<b>8,429.58</b>	<b>9,090.25</b>	<b>8,470.61</b>	<b>净利润</b>	<b>1,402.26</b>	<b>1,591.93</b>	<b>1,675.85</b>	<b>1,854.25</b>	<b>2,039.82</b>
长期借款	891.50	1,771.84	1,671.84	1,571.84	1,471.84	少数股东损益	25.72	46.76	46.27	46.56	55.82
应付债券	0.00	3,384.02	3,388.00	2,257.34	3,009.78	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,376.54</b>	<b>1,545.17</b>	<b>1,629.58</b>	<b>1,807.69</b>	<b>1,984.00</b>
其他	325.95	292.14	326.51	314.87	311.17	每股收益(元)	0.91	1.02	1.08	1.20	1.31
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,217.45</b>	<b>5,447.99</b>	<b>5,386.34</b>	<b>4,144.04</b>	<b>4,792.79</b>						
<b>负债合计</b>	<b>12,557.34</b>	<b>13,963.58</b>	<b>13,815.93</b>	<b>13,234.29</b>	<b>13,263.40</b>						
少数股东权益	319.96	674.56	720.83	767.38	823.20	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1,080.48	1,512.67	1,512.67	1,512.67	1,512.67	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,476.40	1,929.80	1,929.80	1,929.80	1,929.80	营业收入	15.41%	11.78%	9.50%	10.10%	11.20%
留存收益	7,589.84	9,156.21	10,176.84	11,393.76	12,720.88	营业利润	18.99%	11.48%	5.29%	11.00%	9.99%
其他	(1,492.19)	(2,064.98)	(1,929.80)	(1,929.80)	(1,929.80)	归属于母公司净利润	17.01%	12.25%	5.46%	10.93%	9.75%
<b>股东权益合计</b>	<b>8,974.49</b>	<b>11,208.26</b>	<b>12,410.33</b>	<b>13,673.81</b>	<b>15,056.75</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>21,531.83</b>	<b>25,171.84</b>	<b>26,226.26</b>	<b>26,908.10</b>	<b>28,320.16</b>	毛利率	36.29%	36.20%	35.86%	35.99%	36.25%
						净利率	8.55%	8.59%	8.27%	8.33%	8.23%
						ROE	15.91%	14.67%	13.94%	14.01%	13.94%
						ROIC	17.26%	13.04%	11.60%	12.82%	13.14%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	58.32%	55.47%	52.68%	49.18%	46.83%
						净负债率	75.16%	57.21%	38.83%	31.89%	23.99%
						流动比率	1.33	2.09	2.26	2.19	2.53
						速动比率	1.13	1.81	1.92	1.87	2.11
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	1.88	1.69	1.71	1.80	1.89
						存货周转率	7.59	7.77	7.52	7.61	7.58
						总资产周转率	0.83	0.77	0.77	0.82	0.87
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.91	1.02	1.08	1.20	1.31
						每股经营现金流	-0.54	0.99	1.66	0.97	1.20
						每股净资产	5.72	6.96	7.73	8.53	9.41
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	18.33	16.33	15.48	13.96	12.72
						市净率	2.92	2.40	2.16	1.95	1.77
						EV/EBITDA	15.84	10.61	11.51	10.52	9.58
						EV/EBIT	18.01	11.89	12.57	11.45	10.38

  

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,402.26	1,591.93	1,629.58	1,807.69	1,984.00
折旧摊销	377.65	391.62	219.38	227.22	235.02
财务费用	298.90	464.91	331.84	305.81	279.52
投资损失	32.89	(126.67)	(5.00)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	(4,925.58)	(826.88)	322.91	(924.42)	(741.69)
其它	1,991.32	(1.12)	15.49	51.69	62.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>(822.56)</b>	<b>1,493.79</b>	<b>2,514.21</b>	<b>1,461.99</b>	<b>1,812.50</b>
资本支出	831.23	825.76	85.63	125.64	138.69
长期投资	293.98	(79.27)	(25.00)	(14.00)	(10.00)
其他	(2,464.56)	(1,388.32)	(175.63)	(219.64)	(256.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,339.35)</b>	<b>(641.83)</b>	<b>(115.00)</b>	<b>(108.00)</b>	<b>(128.00)</b>
债权融资	8,244.27	9,549.04	8,328.57	7,619.33	7,298.98
股权融资	(398.80)	272.01	(196.66)	(305.81)	(279.52)
其他	(5,461.23)	(8,993.11)	(10,157.99)	(8,919.34)	(8,276.21)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,384.25</b>	<b>827.94</b>	<b>(2,026.08)</b>	<b>(1,605.82)</b>	<b>(1,256.74)</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>222.33</b>	<b>1,679.90</b>	<b>373.13</b>	<b>(251.84)</b>	<b>427.76</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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