

天士力 (600535)

证券研究报告
2020年04月25日

销售策略调整致业绩下滑，渠道库存优化利于长期发展

2019 年业绩下滑 35.19%，2020 一季度业绩下滑 34%

内容事件：公司发布年报及一季报，2019 年公司实现营业收入 189.98 亿元，同比增长 5.61%；归母净利润为 10.01 亿元，同比下降 35.19%；归母扣非后净利润为 9.46 亿元，同比减少 29.58%，业绩下滑的原因包括工业收入下降、对权益法核算的天境生物确认投资收益-1.34 亿元及公司执行新的金融工具准则后金融资产确认公允价值变动损益-0.68 亿等。2020 年 Q1 公司实现营业收入 39.53 亿元，同比减少 13.53%；净利润为 2.95 亿元，同比减少 34.21%，归母扣非后净利润为 2.82 亿元，同比减少 28.90%，预计主要是受疫情等因素影响，随着疫情的控制，医疗终端的逐步恢复，全年业绩有望恢复增长。

2019 年推动渠道库存优化，2020 年 1 季度受疫情下游业绩阶段性下滑

2019 年公司终端销售情况稳定，短期受销售策略调整和医保谈判降价导致年度业绩暂时承压；2019 年公司工业收入 62 亿元，同比下降 12.8%，公司化药板块保持平稳增长，生物药板块收入略有下滑，工业收入下滑主要受到中药板块收入下滑 19%的影响，预计是公司销售策略调整，推进产品去库存，减少了发货所致，同时 2019 年普佑克、丹参多酚酸、益气复脉注射液等预计参与医保谈判为避免价格补差，控制了发货节奏，主要中药产品的终端销售数据依然维持稳定增长，其中丹滴 IMS 终端显示仍有约 0-5% 的增长，生物药普佑克 IMS 终端数据显示增速超 40%。公司去库存战略效果已显现，其中工业应收账款从 36 亿下降至 28.4 亿。公司营销策略调整导致业绩短期承压，随着渠道库存的持续优化，公司产品收入有望实现长期健康稳定的发展。

2020 年一季度受疫情及医保谈判降价影响业绩暂时下滑，全年有望恢复性增长；一季度业绩下滑的原因：1、由于疫情导致医院门诊量和住院量的下降，公司药品收入减少；2、预计三个医保谈判品种在 2020 年执行新的价格带来收入的同比下降。随着国内的疫情得到控制，产品销售有望逐步回归正常，伴随着医保谈判品种逐渐在全国落地并快速放量，我们预计 2020 业绩有望呈现前低后高的恢复增长态势。

商业资产剥离聚焦主业有望迎来财务报表改善：公司目前正在进行商业资产出售工作。公司将进一步聚焦医药工业，提升财务报表质量和资金利用效率。2019 年公司总应收账款 84.3 亿元，其中商业应收账款达到 55.90 亿元。因此，医药商业资产出售后，公司应收账款将大幅下降。此外预计随着商业资产出售，资产负债率和经营活动现金流也有望进一步改善。

持续强化研发，拥抱创新时代

四位一体研发模式不断丰富公司研发管线，重磅品种普佑克脑梗、脑梗适应症有望今年提交上市申请；公司研发战术上坚持国际化策略，以“四位一体”研发模式整合全球前沿技术、布局世界领先靶点，解决未被满足的临床需求。公司研发管线现有在研项目 75 个，1 类创新药 25 个，45 项进入临床研究阶段。重点核心生物创新药普佑克脑梗 III 期及脑梗 II 期临床试验已经完成出组，今年有望提交上市申请，一旦脑梗适应症获批，普佑克销售有望迎来加速增长。另一重磅品种复方丹参滴丸(T89)美国 FDA 慢性稳定性心绞痛适应症临床 III 期验证性试验已开始入组，急性高原综合症临床 II 期试验已完成入组，已向美国 FDA 递交 II 期试验结题申请，将启动 III 期临床试验。

回购彰显发展信心

公司推出了回购计划，回购金额达 1-2 亿元，回购股价不超过人民币 21.48 元/股，彰显了对未来发展的信心，本次回购的股份将用作对公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的股权激励，若完成股权激励将充分调动核心团队的积极性，增强公司长期发展动力。

看好公司长期发展，维持“买入”评级

由于公司加大去库存以及疫情影响，我们调整公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、0.78 及 0.88 元，其中 20/21 上次 EPS 为 0.99、1.09 元，对应 PE 为 21、19、16 倍。中药配方颗粒创造新的收入增长点，公司持续深入布局大生物制药创新平台的战略发展，公司“四位一体”成果不断落地，看好公司长期发展，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	14.51 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)	21,948.79
流通 A 股市值(百万元)	21,948.79
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	50.22
一年内最高/最低(元)	22.89/13.33

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天士力-公司点评:中药配方颗粒资质在天津获批,天士力再添增长新亮点》2020-03-26
- 《天士力-公司点评:普佑克等三款产品医保谈判成功准入,持续夯实心脑血管治疗领域的领军地位》2019-11-28
- 《天士力-半年报点评:业绩相对平稳,生物药分拆上市推进顺利》2019-08-23

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,989.54	18,998.31	20,723.13	22,839.26	24,992.73
增长率(%)	11.78	5.61	9.08	10.21	9.43
EBITDA(百万元)	3,385.68	2,674.92	1,963.45	2,137.92	2,326.57
净利润(百万元)	1,545.17	1,001.42	1,038.88	1,185.24	1,335.01
增长率(%)	12.25	(35.19)	3.74	14.09	12.64
EPS(元/股)	1.02	0.66	0.69	0.78	0.88
市盈率(P/E)	14.20	21.92	21.13	18.52	16.44
市净率(P/B)	2.08	1.97	1.82	1.68	1.54
市销率(P/S)	1.22	1.16	1.06	0.96	0.88
EV/EBITDA	10.40	10.96	13.83	12.56	11.09

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,137.11	1,890.01	1,979.36	2,649.32	3,130.92
应收票据及应收账款	11,273.96	8,565.41	9,855.15	9,811.99	11,015.29
预付账款	509.87	558.44	539.77	732.18	670.58
存货	2,396.73	2,546.66	3,000.53	2,903.31	3,080.06
其他	501.03	2,981.20	3,149.45	3,013.46	3,131.60
流动资产合计	17,818.70	16,541.73	18,524.27	19,110.25	21,028.45
长期股权投资	765.84	630.19	605.19	591.19	581.19
固定资产	3,398.17	3,396.34	3,425.55	3,376.99	3,309.61
在建工程	520.41	614.02	404.41	290.65	204.39
无形资产	1,564.77	1,809.17	1,893.93	1,946.06	2,002.46
其他	1,103.96	1,020.93	1,110.44	836.78	944.01
非流动资产合计	7,353.14	7,470.65	7,439.53	7,041.67	7,041.66
资产总计	25,171.84	24,012.38	25,963.80	26,151.92	28,070.11
短期借款	3,804.63	2,650.33	2,150.33	2,450.33	1,950.33
应付票据及应付账款	2,970.36	2,842.99	4,091.01	3,356.91	4,421.46
其他	1,740.59	3,163.80	2,410.77	2,504.68	2,896.08
流动负债合计	8,515.59	8,657.11	8,652.11	8,311.92	9,267.87
长期借款	1,771.84	927.08	827.08	727.08	627.08
应付债券	3,384.02	2,304.95	3,388.00	3,025.65	2,906.20
其他	292.14	260.87	292.99	282.00	278.62
非流动负债合计	5,447.99	3,492.90	4,508.07	4,034.73	3,811.90
负债合计	13,963.58	12,150.00	13,160.17	12,346.65	13,079.77
少数股东权益	674.56	732.05	742.54	754.51	768.00
股本	1,512.67	1,512.67	1,512.67	1,512.67	1,512.67
资本公积	1,929.80	1,989.33	1,989.33	1,989.33	1,989.33
留存收益	9,156.21	9,719.65	10,548.42	11,538.09	12,709.68
其他	(2,064.98)	(2,091.31)	(1,989.33)	(1,989.33)	(1,989.33)
股东权益合计	11,208.26	11,862.37	12,803.63	13,805.27	14,990.34
负债和股东权益总	25,171.84	24,012.38	25,963.80	26,151.92	28,070.11

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,591.93	1,003.17	1,038.88	1,185.24	1,335.01
折旧摊销	391.62	423.76	215.63	224.19	232.24
财务费用	464.91	460.35	347.21	322.44	295.05
投资损失	(126.67)	67.44	(5.00)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	(826.88)	(3,528.73)	(298.98)	(516.70)	(300.35)
其它	(1.12)	3,254.17	(19.39)	14.54	21.73
经营活动现金流	1,493.79	1,680.15	1,278.36	1,223.72	1,576.69
资本支出	825.76	585.50	87.88	124.99	138.38
长期投资	(79.27)	(135.65)	(25.00)	(14.00)	(10.00)
其他	(1,388.32)	(942.83)	(139.11)	(205.25)	(278.47)
投资活动现金流	(641.83)	(492.98)	(76.23)	(94.26)	(150.09)
债权融资	9,549.04	8,089.33	7,431.88	7,490.39	7,003.87
股权融资	272.01	(342.22)	(245.22)	(322.44)	(295.05)
其他	(8,993.11)	(10,136.62)	(8,299.44)	(7,627.45)	(7,653.82)
筹资活动现金流	827.94	(2,389.51)	(1,112.78)	(459.50)	(945.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,679.90	(1,202.34)	89.35	669.96	481.60

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,989.54	18,998.31	20,723.13	22,839.26	24,992.73
营业成本	11,477.51	13,051.71	14,683.76	16,349.09	17,950.09
营业税金及附加	179.90	139.78	165.79	182.71	199.94
营业费用	2,790.39	2,764.82	2,818.35	2,969.10	3,249.06
管理费用	506.55	640.16	663.14	730.86	782.27
研发费用	591.76	551.22	584.39	662.34	712.29
财务费用	494.18	434.93	347.21	322.44	295.05
资产减值损失	131.85	(56.11)	35.00	40.00	20.00
公允价值变动收益	(1.28)	(67.74)	(29.88)	2.57	8.25
投资净收益	126.67	(102.03)	5.00	6.00	7.00
其他	(252.80)	303.35	49.77	(17.14)	(30.49)
营业利润	1,944.79	1,338.21	1,400.61	1,591.29	1,799.28
营业外收入	17.78	2.50	7.17	15.00	8.22
营业外支出	6.67	9.91	8.61	10.00	9.51
利润总额	1,955.89	1,330.80	1,399.17	1,596.29	1,798.00
所得税	363.96	327.63	349.79	399.07	449.50
净利润	1,591.93	1,003.17	1,049.38	1,197.21	1,348.50
少数股东损益	46.76	1.74	10.49	11.97	13.48
归属于母公司净利润	1,545.17	1,001.42	1,038.88	1,185.24	1,335.01
每股收益(元)	1.02	0.66	0.69	0.78	0.88

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.78%	5.61%	9.08%	10.21%	9.43%
营业利润	11.48%	-31.19%	4.66%	13.61%	13.07%
归属于母公司净利润	12.25%	-35.19%	3.74%	14.09%	12.64%
获利能力					
毛利率	36.20%	31.30%	29.14%	28.42%	28.18%
净利率	8.59%	5.27%	5.01%	5.19%	5.34%
ROE	14.67%	9.00%	8.61%	9.08%	9.39%
ROIC	13.04%	8.01%	7.65%	8.31%	8.75%
偿债能力					
资产负债率	55.47%	50.60%	50.69%	47.21%	46.60%
净负债率	57.21%	52.26%	42.59%	35.07%	25.84%
流动比率	2.09	1.91	2.14	2.30	2.27
速动比率	1.81	1.62	1.79	1.95	1.94
营运能力					
应收账款周转率	1.69	1.92	2.25	2.32	2.40
存货周转率	7.77	7.69	7.47	7.74	8.35
总资产周转率	0.77	0.77	0.83	0.88	0.92
每股指标(元)					
每股收益	1.02	0.66	0.69	0.78	0.88
每股经营现金流	0.99	1.11	0.85	0.81	1.04
每股净资产	6.96	7.36	7.97	8.63	9.40
估值比率					
市盈率	14.20	21.92	21.13	18.52	16.44
市净率	2.08	1.97	1.82	1.68	1.54
EV/EBITDA	10.40	10.96	13.83	12.56	11.09
EV/EBIT	11.62	12.81	15.54	14.03	12.32

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	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