

天士力 (600535)

证券研究报告

2020年08月26日

受疫情影响业绩下滑，天士力生物科创板上市顺利推进

上半年收入下滑 8.43%，归母净利润下滑 22%，下半年有望恢复稳健增长

公司发布 2020 年半年报，上半年实现收入 86.23 亿元，同比-8.43%，归母净利润 6.86 亿元，同比-23.65%，扣非后归母净利润 6.52 亿元，同比-22%。单二季度实现收入 46.71 亿元，同比-3.61%，归母净利润 3.91 亿元，同比-13.15%，扣非后归母净利润 3.71 亿元，同比-15.79%，环比下滑幅度收窄。公司经营性现金流净额为 12.90 亿元，同比+48.56%，主要系公司销售回款好于去年同期且税金支付低于去年同期所致。上半年受疫情及医保谈判降价影响业绩暂时下滑，全年业绩有望呈现前低后高的恢复性增长。

持续布局心脑血管领域，有望继续保持领先优势

上半年公司医药工业收入 29.89 亿元，同比下滑 9.64%，毛利率降低 4.02pp 至 72.37%。商业收入 55.63 亿元，同比下滑 8.34%，毛利率降低 0.14pp 至 9.37%。上半年公司整体毛利率为 31.64%，同比-1.52 个 pp，净利率为 8.02%，同比-1.58 个 pp，期间费用率为 19.97%，同比-1.1 个 pp。其中销售费用率为 11.87%，同比-0.97 个 pp，管理费用率为 3.05%，同比+0.1 个 pp，财务费用率为 2.33%，同比-0.23 个 pp。

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，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。公司共布局 78 款在研管线产品，涵盖 28 款 1 类创新药，并有 47 款药品（含仿制药一致性评价 7 款药物）已进入临床阶段，其中 21 项已开展临床 II、III 期研究。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，正在进行统计报告、临床研究报告撰写和注册申报材料准备阶段的工作。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 期验证性试验受试者招募与入组工作持续推进。急性高原综合症临床 II 期试验已完成病例入组，拟开展 III 期临床试验。

生物药分拆上市顺利推进，商业板块剥离项目落地，公司财务质量有望大幅改善

天士力生物科创板上市工作正在顺利推进中，天士力母公司直接间接合计持股 92.37%，预计科创板上市后其估值将有进一步的提升。公司商业资产已成功剥离，由于公司商业毛利较低，整体对公司利润影响有限，参考 2019 年归属于上市公司股东净利润仅从 10 亿下降至 9 亿元。而商业剥离后公司财务及运营质量出现显著改善，2019 年天士力总应收账款 84.3 亿元，其中天士营销应收账款达到 58.7 亿元，占据主要部分，通过商业部分天士营销的剥离，公司的现金流、运营质量、资产负债率等将显著改善。

看好公司的持续发展，维持“买入”评级

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69、0.78 及 0.88 元，对应 PE 为 26、22、20 倍。商业板块剥离有望进一步提高公司的经营效率和经营现金流，公司不断推动子公司天士力生物科创板上市，有望推动公司生物创新药板块加速发展，公司持续深入布局大生物制药创新平台的战略发展，“四位一体”成果不断落地，维持买入评级。

风险提示：丹滴销售和适应症拓展低于预期，普佑克营销进展和适应症拓展低于预期，“四位一体”布局相关项目进展低于预期，天士力生物分拆科创板上市低于预期

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	17.55 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)	26,547.29
流通 A 股市值(百万元)	26,547.29
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	47.75
一年内最高/最低(元)	19.44/13.33

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:剥离商业板块将显著改善经营质量，生物药分拆科创板上市有望促发展》 2020-06-13
- 《天士力-年报点评报告:销售策略调整致业绩下滑，渠道库存优化利于长期发展》 2020-04-25
- 《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



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	1,038.03	1,182.23	1,328.73
增长率(%)	12.25	(35.19)	3.66	13.89	12.39
EPS(元/股)	1.02	0.66	0.69	0.78	0.88
市盈率(P/E)	17.18	26.51	25.57	22.46	19.98
市净率(P/B)	2.52	2.39	2.23	2.10	1.98
市销率(P/S)	1.48	1.40	1.28	1.16	1.06
EV/EBITDA	10.40	10.96	16.26	14.92	13.42

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	1,806.74	2,213.06	2,297.82
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	18,351.64	18,673.99	20,195.34
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	25,791.18	25,715.66	27,237.01
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	742.53	754.47	767.89
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	10,375.81	11,101.87	11,876.68
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	12,631.00	13,369.01	14,157.24
负债和股东权益总计	25,171.84	24,012.38	25,791.18	25,715.66	27,237.01

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,591.93	1,003.17	1,038.03	1,182.23	1,328.73
折旧摊销	391.62	423.76	215.63	224.19	232.24
财务费用	464.91	460.35	348.36	326.50	303.51
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	(19.40)	14.51	21.67
经营活动现金流	1,493.79	1,680.15	1,278.64	1,224.73	1,578.80
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)	(246.37)	(326.50)	(303.51)
其他	(8,993.11)	(10,136.62)	(8,471.20)	(7,888.05)	(8,044.31)
筹资活动现金流	827.94	(2,389.51)	(1,285.69)	(724.15)	(1,343.96)
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)	(83.27)	406.32	84.76

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	348.36	326.50	303.51
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	1,399.46	1,587.23	1,790.82
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	1,398.02	1,592.23	1,789.54
所得税	363.96	327.63	349.50	398.06	447.38
净利润	1,591.93	1,003.17	1,048.51	1,194.17	1,342.15
少数股东损益	46.76	1.74	10.49	11.94	13.42
归属于母公司净利润	1,545.17	1,001.42	1,038.03	1,182.23	1,328.73
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%	4.58%	13.42%	12.83%
归属于母公司净利润	12.25%	-35.19%	3.66%	13.89%	12.39%
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%	5.18%	5.32%
ROE	14.67%	9.00%	8.73%	9.37%	9.92%
ROIC	13.04%	8.01%	7.65%	8.31%	8.75%
偿债能力					
资产负债率	55.47%	50.60%	51.03%	48.01%	48.02%
净负债率	57.21%	52.26%	44.53%	39.47%	33.24%
流动比率	2.09	1.91	2.12	2.25	2.18
速动比率	1.81	1.62	1.77	1.90	1.85
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	0.89	0.94
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	7.86	8.34	8.85
估值比率					
市盈率	17.18	26.51	25.57	22.46	19.98
市净率	2.52	2.39	2.23	2.10	1.98
EV/EBITDA	10.40	10.96	16.26	14.92	13.42
EV/EBIT	11.62	12.81	18.27	16.66	14.91

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