

公司研究/更新报告

2021年01月21日

医药健康/中药

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.21  
目标价格(元): 15.81

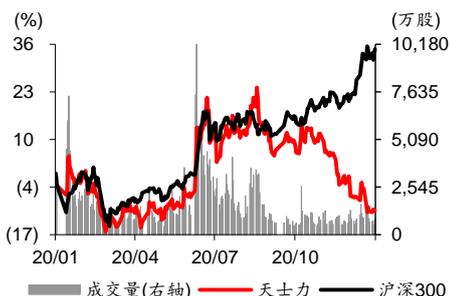
代雯 SAC No. S0570516120002  
研究员 SFC No. BFI915  
021-28972078  
daiwen@htsc.com

张云逸 SAC No. S0570519060004  
研究员 021-38476729  
zhangyunyi@htsc.com

相关研究

- 1 《天士力(600535 SH,增持): 渠道去库存, 阵痛以致远》2020.04
- 2 《天士力(600535 SH,增持): 主业平稳, 关注生物平台》2019.08
- 3 《天士力(600535,增持): 平稳之年, 业务结构调整变迁》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 聚焦工业, 重回增长

## 天士力(600535)

### 聚焦心脑血管、消化、肿瘤三大主线的大型药企

天士力是一家现代中药、生物药、化学药协同发展的中国企业, 聚焦心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大治疗领域。考虑到出售商业资产, 我们下调2020-22年收入, 并相应下调销售/管理/财务费用, 小幅上调利润。我们预计2020-22年净利润10.9/12.0/13.1亿元(前值10.0/10.9/11.9亿元), 同比增长9%/10%/10%, EPS为0.72/0.79/0.87元。考虑到公司主业为中成药(1-3Q20中成药占医药工业收入68%、利润占比预计更高), 参考可比公司估值(中药/化药2021年PE均值17x/33x), 给予2021年PE估值20倍, 目标价15.81元(前值15.13~16.45元), 维持“增持”评级。

### 医药工业稳步前进, 期待普佑克新适应症

我们预计中药板块与化学制剂2020年收入端表现平稳, 生物药(基本为普佑克)2020年收入略有下滑(主因库存清理与降价结算), 普佑克已完成急性脑梗III期与急性肺梗II期的病例出组, 我们预计2021年新适应症报产有望大幅提升市场空间。

### 医药商业完全剥离, 财务状况好转

公司公告(临2020-081号)天士营销100%股权已过户至重庆医药, 公司通过出售天士营销: 1) 应收账款下降: 2019年公司应收账款84.3亿, 出售医药商业后的2019年备考应收账款将下降至29.5亿元; 2) 资产负债率下降: 公司2019年资产负债率50.6%, 商业剥离后的备考资产负债率下降至30.93%; 3) 经营性现金流改善: 2019年经营性现金流为16.8亿, 其中医药商业经营活动现金流-7.24亿, 出售后公司经营性现金流将改善。

### 构筑创新生物医药研发集群

公司梯队化分布的生物药在研产品组合稳步推进: 1) 治疗直肠癌1类新药安美木单抗已进入IIa期临床试验阶段, 6月完成首例受试者入组给药; 2) 治疗用乙型肝炎腺病毒注射液T101快速推进II期临床试验, 正加速完成全部受试者入组工作; 3) 重组溶瘤痘苗病毒注射液T601处于I/IIa期临床阶段, 目前进展的单药剂量爬坡试验进展顺利; 4) 治疗高胆固醇血症产品重组全人源抗PCSK9单克隆抗体注射液于2020年5月获得IND; 5) 公司引进台湾圆祥国际领先的PD-L1/OX-40双抗、PD-L1/VEGF双抗和CD137单抗, 目前技术转移和临床前研究进展顺利。

风险提示: 中成药销售低于预期, 研发不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,513
流通A股(百万股)	1,513
52周内股价区间(元)	13.57-19.62
总市值(百万元)	21,495
总资产(百万元)	16,555
每股净资产(元)	7.74

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,990	18,998	13,112	7,008	7,605
+/-%	11.78	5.61	(30.98)	(46.56)	8.52
归属母公司净利润(百万元)	1,545	1,001	1,091	1,196	1,310
+/-%	12.25	(35.19)	8.99	9.55	9.56
EPS(元, 最新摊薄)	1.02	0.66	0.72	0.79	0.87
PE(倍)	13.91	21.46	19.69	17.98	16.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

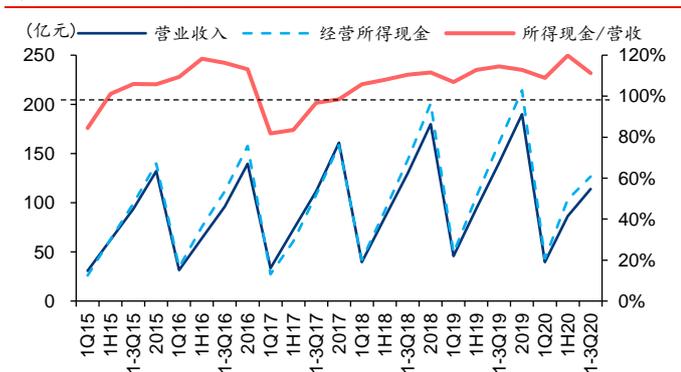
我们调整盈利预测：1) 公司公告天士营销 100%股权已过户至重庆医药 (000950 CH)，考虑到出售商业资产，我们下调 2020-22 年收入 (2020 年仍有并表因素)，并相应下调销售/管理费用；2) 考虑到商业板块利润贡献较小，且剥离后缓解财务费用，小幅上调利润。

**图表1：盈利预测调整**

(人民币百万元)		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	调整前	17,990	18,998	19,955	21,021	22,183
	调整后	17,990	18,998	13,112	7,008	7,605
	(+/-) %			(34.3)	(66.7)	(65.7)
毛利	调整前	6,512	5,947	5,937	6,186	6,461
	调整后	6,512	5,947	5,289	5,220	5,663
	(+/-) %			(10.9)	(15.6)	(12.3)
销售费用	调整前	2,535	2,790	2,765	3,492	3,553
	调整后	2,535	2,790	2,765	2,229	2,102
	(+/-) %			(0.0)	(36.2)	(40.8)
管理费用	调整前	574	640	672	708	747
	调整后	574	640	590	631	684
	(+/-) %			(12.2)	(10.9)	(8.4)
归母净利润	调整前	1,545	1,001	995	1,086	1,188
	调整后	1,545	1,001	1,091	1,196	1,310
	(+/-) %			9.7	10.1	10.3
EPS	调整前	1.02	0.66	0.66	0.72	0.79
	调整后	1.02	0.66	0.72	0.79	0.87
	(+/-) %			9.7	10.1	10.3

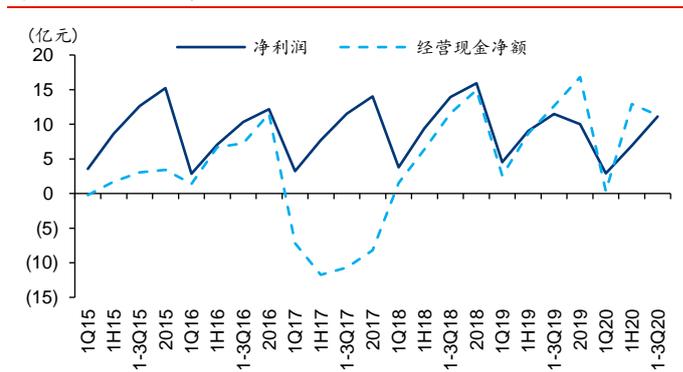
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：天士力：营业收入 (2015-9M20)**



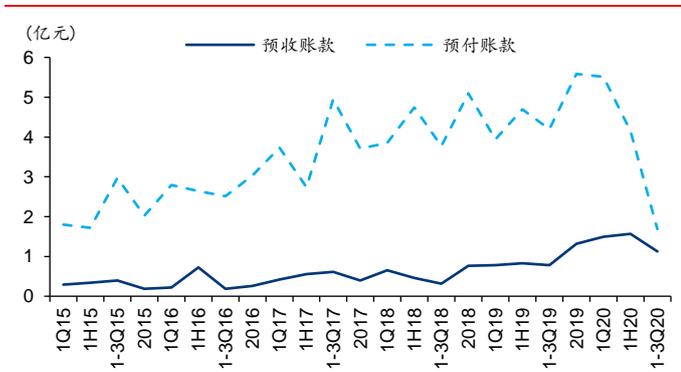
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：天士力：净利润 (2015-9M20)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：天士力：预收/预付账款 (2015-9M20)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表5：天士力：应收账款与存货 (2015-9M20)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

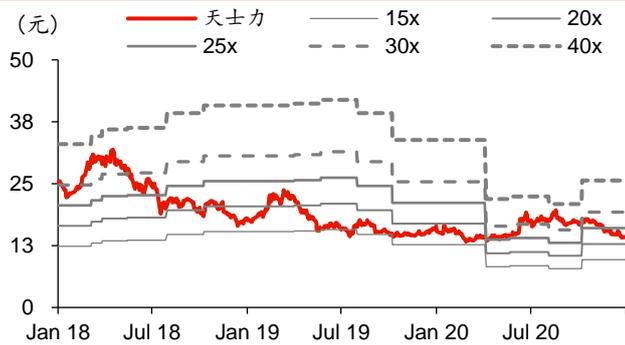
图表6: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价	总市值 2021/1/21 (百万元)	每股收益(元)				P/E				P/B				EV/EBITDA	
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E
600566 CH	济川药业	19.91	17,685	1.99	1.43	1.70	1.97	10x	14x	12x	10x	2.7x	2.4x	2.0x	1.7x	9x	7x
000999 CH	华润三九	26.04	25,491	2.16	1.83	2.05	2.22	12x	14x	13x	12x	2.0x	1.8x	1.6x	1.4x	10x	7x
002603 CH	以岭药业	27.95	33,644	0.51	0.89	1.04	1.28	55x	31x	27x	22x	4.2x	3.8x	3.4x	3.0x	15x	30x
平均值								26x	20x	17x	15x	3.0x	2.7x	2.4x	2.0x	11x	15x
002422 CH	科伦药业	19.23	27,666	0.66	0.61	0.83	1.01	29x	31x	23x	19x	2.1x	2.0x	1.9x	1.8x	15x	13x
000513 CH	丽珠集团	41.37	25,859	1.39	1.81	2.10	2.46	30x	23x	20x	17x	3.5x	3.2x	2.9x	2.6x	10x	13x
002294 CH	信立泰	32.23	33,713	0.68	0.36	0.58	0.75	47x	90x	55x	43x	5.2x	5.3x	5.2x	4.9x	18x	27x
平均值								35x	48x	33x	26x	3.6x	3.5x	3.3x	3.1x	15x	18x

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

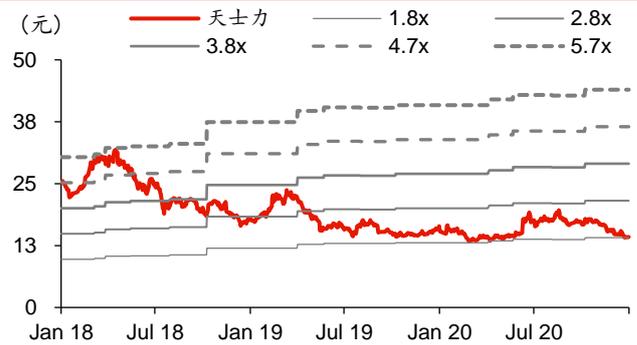
**PE/PB - Bands**

图表7: 天士力历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 天士力历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,819	16,542	13,265	11,718	13,219
现金	3,137	1,890	1,263	4,630	5,742
应收账款	8,272	8,431	5,787	3,045	3,326
其他应收账款	262.54	208.63	143.99	76.95	83.51
预付账款	509.87	558.44	334.72	76.50	83.07
存货	2,397	2,547	1,526	348.87	378.81
其他流动资产	3,241	2,907	4,210	3,541	3,606
非流动资产	7,353	7,471	7,527	7,330	7,115
长期投资	765.84	630.19	630.19	630.19	630.19
固定投资	3,398	3,396	3,596	3,727	3,782
无形资产	409.78	408.45	407.22	406.08	405.03
其他非流动资产	2,779	3,036	2,893	2,567	2,298
资产总计	25,172	24,012	20,792	19,048	20,334
流动负债	8,516	8,657	6,446	3,999	4,151
短期借款	3,805	2,650	1,829	977.58	1,061
应付账款	2,140	2,112	1,266	289.26	314.08
其他流动负债	2,571	3,895	3,351	2,733	2,776
非流动负债	5,448	3,493	1,391	1,116	1,135
长期借款	1,772	927.08	629.98	354.71	373.81
其他非流动负债	3,676	2,566	760.87	760.87	760.87
负债合计	13,964	12,150	7,837	5,115	5,286
少数股东权益	674.56	732.05	733.95	736.03	738.31
股本	1,513	1,513	1,513	1,513	1,513
资本公积	1,930	1,989	1,887	1,887	1,887
留存公积	7,226	7,730	8,822	9,797	10,910
归属母公司股东权益	10,669	11,232	12,222	13,197	14,310
负债和股东权益	25,307	24,114	20,792	19,048	20,334

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,494	1,680	3,258	5,364	1,801
净利润	1,592	1,003	1,093	1,198	1,312
折旧摊销	391.62	423.76	453.00	489.11	522.91
财务费用	464.91	460.35	331.16	235.94	164.86
投资损失	(126.67)	67.44	102.03	102.03	102.03
营运资金变动	(998.99)	(416.26)	1,271	3,331	(309.25)
其他经营现金	170.99	141.70	7.60	7.60	7.60
投资活动现金	(641.83)	(492.98)	(630.58)	(413.59)	(428.64)
资本支出	780.10	730.78	496.59	279.60	294.65
长期投资	(50.51)	(151.69)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(87.76)	(86.11)	133.99	133.99	133.99
筹资活动现金	827.94	(2,390)	(3,254)	(1,584)	(259.76)
短期借款	(3,144)	(1,154)	(821.12)	(851.63)	83.32
长期借款	880.33	(844.76)	(297.10)	(275.27)	19.09
普通股增加	432.19	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	453.39	59.53	(101.99)	0.00	0.00
其他筹资现金	2,206	(449.97)	(2,034)	(456.69)	(362.16)
现金净增加额	1,680	(1,202)	(626.51)	3,366	1,112

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,990	18,998	13,112	7,008	7,605
营业成本	11,478	13,052	7,823	1,788	1,941
营业税金及附加	179.90	139.78	96.47	51.56	55.95
营业费用	2,790	2,765	2,229	2,102	2,357
管理费用	574.22	640.16	590.05	630.68	684.43
财务费用	494.18	434.93	331.16	235.94	164.86
资产减值损失	(131.85)	(56.12)	(38.73)	(20.70)	(22.46)
公允价值变动收益	1.28	67.74	67.74	67.74	67.74
投资净收益	126.67	(102.03)	(102.03)	(102.03)	(102.03)
营业利润	1,945	1,338	1,458	1,596	1,748
营业外收入	17.78	2.50	2.50	2.50	2.50
营业外支出	6.67	9.91	9.91	9.91	9.91
利润总额	1,956	1,331	1,450	1,589	1,741
所得税	363.96	327.63	357.10	391.21	428.63
净利润	1,592	1,003	1,093	1,198	1,312
少数股东损益	46.76	1.74	1.90	2.08	2.28
归属母公司净利润	1,545	1,001	1,091	1,196	1,310
EBITDA	3,324	2,789	2,790	2,887	3,051
EPS (元, 基本)	1.02	0.66	0.72	0.79	0.87

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	11.78	5.61	(30.98)	(46.56)	8.52
营业利润	11.48	(31.19)	8.94	9.50	9.52
归属母公司净利润	12.25	(35.19)	8.99	9.55	9.56
获利能力 (%)					
毛利率	36.20	31.30	40.34	74.48	74.47
净利率	8.59	5.27	8.32	17.06	17.23
ROE	16.11	9.25	9.35	9.41	9.53
ROIC	17.98	15.25	14.56	16.49	19.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.47	50.60	37.69	26.85	26.00
净负债比率 (%)	44.15	47.61	59.54	69.19	68.89
流动比率	2.09	1.91	2.06	2.93	3.18
速动比率	1.81	1.62	1.82	2.84	3.09
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.77	0.59	0.35	0.39
应收账款周转率	2.40	2.27	1.84	1.59	2.39
应付账款周转率	5.46	6.14	4.63	2.30	6.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.66	0.72	0.79	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.11	2.15	3.55	1.19
每股净资产(最新摊薄)	6.96	7.36	8.08	8.72	9.46
估值比率					
PE (倍)	13.91	21.46	19.69	17.98	16.41
PB (倍)	2.04	1.93	1.76	1.63	1.50
EV_EBITDA (倍)	6.47	7.71	7.71	7.45	7.04

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com