

丹滴“糖网”适应症获批，成长空间再打开

——关于获得药品补充申请批准通知书公告的点评

事件: 2021年10月13日,天士力医药发布公告,公司核心产品复方丹滴丸增加功能主治的补充申请获批,新增2型糖尿病引起的I期(轻度)、II期(中度)非增殖性糖尿病视网膜病变适应症,我们对此点评如下:

核心观点

- **丹滴“糖网”适应症终获批,稳固公司业绩高质量增长。**复方丹滴丸是公司独家开发研制治疗心血管疾病的核心理价中药产品,1995年上市,由丹参、三七、冰片组成,具有活血化瘀、理气止痛功效,前期主要用于冠心病等症状。本次获批新增糖尿病视网膜病变适应症,扩充了丹滴适应症范围,有利于进一步丰富公司产品管线,提升了市场竞争力,成长空间持续打开。糖尿病视网膜病变是糖尿病导致的以视网膜微血管损害为特征、慢性进行性视力损害的眼病,是糖尿病岁常见的微血管并发症之一,也是主要的致盲性眼病。
- **我国糖尿病患病率高,业绩弹性可期。**2015-17年中华医学会内分泌学分会调查显示,我国18岁及以上人群糖尿病患病率为11.2%,其中,糖尿病视网膜病变患病率约为23%,而公司丹滴适应症对应的非增殖性糖尿病视网膜病变患者约有2000万。从最新的丹滴说明书可以得出,糖网病变症状患者单次用药和单疗程天数都有显著上升,单患者单疗程预计约花费1500元。实验结果表明丹参治疗非增殖性糖网具有确切的疗效和安全性,如果按照远期渗透率8%测算,有望给公司远期带来24亿收入增量空间,业绩弹性可期。
- **公司生物药、中药、化药板块多点开花,估值优势仍然显著。**公司始终聚焦心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大疾病领域,坚持大品种战略,中药、生物药、化药板块多点开花,核心产品复方丹滴丸、养血脑清、芪参益气、普佑克等稳健增长,新产品上市带来新的弹性,估值仍具优势。

财务预测与投资建议

- 由于丹滴适应症范围扩大,我们上调公司2021-2023年每股收益为0.99、0.89、1.00元(原21-23eps预测为1.06/0.87/0.95),21年公司投资收益较大不具有可持续性,使用公司22年eps估值,根据可比公司,给予2022年17倍估值,对应目标价15.13元,维持“买入”评级。

风险提示

- 丹滴新适应症销售不及预期,药品推广销售不及预期,国家集采政策超预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,998	13,576	8,007	8,687	9,612
同比增长(%)	5.6%	-28.5%	-41.0%	8.5%	10.7%
营业利润(百万元)	1,338	1,472	1,893	1,754	1,943
同比增长(%)	-31.2%	10.0%	28.5%	-7.3%	10.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,001	1,126	1,492	1,347	1,505
同比增长(%)	-35.2%	12.4%	32.5%	-9.7%	11.7%
每股收益(元)	0.66	0.74	0.99	0.89	1.00
毛利率(%)	31.3%	40.7%	65.3%	66.3%	67.4%
净利率(%)	5.3%	8.3%	18.6%	15.5%	15.7%
净资产收益率(%)	9.2%	9.7%	11.9%	9.9%	10.5%
市盈率	20.9	18.6	14.0	15.6	13.9
市净率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

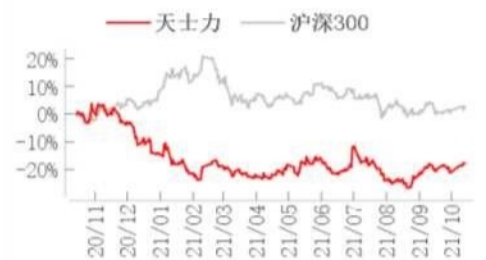
资料来源:公司数据,东方证券研究所预测,每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月13日)	13.85元
目标价格	15.13元
52周最高价/最低价	17.77/12.31元
总股本/流通A股(万股)	151,267/151,267
A股市值(百万元)	20,950
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2021年10月14日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.14	2.75	-1.35	-17.74
相对表现	3.08	4.87	8.82	-18.94
沪深300	1.06	-2.12	-10.17	1.2



资料来源:WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860519040001

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshishao@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521080001

联系人 易丹阳
yidanyang@orientsec.com.cn

联系人 裴晓鹏
peixiaopeng@orientsec.com.cn

相关报告

公司业绩持续提升,估值优势仍旧突出: 2021-08-31

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)			市盈率		
		2021/10/13	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
康缘药业	600557	10.10	0.44	0.61	0.81	22.77	16.56	12.47
江中药业	600750	12.18	0.75	0.88	1.01	16.20	13.84	12.06
以岭药业	002603	16.83	0.73	0.99	1.23	23.07	17.01	13.71
云南白药	000538	98.00	4.30	4.13	4.72	22.79	23.76	20.78
白云山	600332	30.80	1.79	2.04	2.33	17.18	15.10	13.22
马应龙	600993	26.22	0.97	1.02	1.02	26.97	25.77	25.77
恒瑞医药	600276	52.95	0.99	1.11	1.28	53.53	47.82	41.46
	最大值					53.53	47.82	41.46
	最小值					16.20	13.84	12.06
	平均数					26.07	22.84	19.92
	调整后平均					22.56	19.64	17.19

数据来源：wind，东方证券研究所

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司营收增长主要来自于医药工业，去年年底公司剥离大部分商业业务，转型现代中药、生物药、化学药先进制造商。公司聚焦心脑血管、消化代谢、抗肿瘤三大疾病领域，坚持大品种战略，传统中药品牌复方丹参滴丸、养血清脑颗粒等持续稳步增长，生物药重磅品种普佑克开始放量。本次丹滴适应症范围扩大，略微上调丹滴营收增速，预计 21-23 年营收分别为 80.07、86.87、96.12 亿元。
- 2) 公司医药工业毛利率稳定相对稳定，剥离商业业务后，公司经营质量提升，21-23 年毛利率分别为 65.26%、66.26%和 67.42%。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 32.50%、33.50%和 34.50%，21-23 年管理费用率和研发费用率分别为 5.17%和 6.70%。销售费用的小幅提升主要考虑疫情影响逐渐消退，线下药产品销售和推广活动增加，新产品上市推广费用增加等。
- 4) 公司中药板块和生物药板块享受 15%税收优惠，参照公司中报最新数据，21-23 年的所得税率分别为 21.04%、23.62%和 23.29%。

表 2：收入分类预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
医药工业-心脑血管					
销售收入(百万元)	4,257.74	4,165.64	4,606.11	5,131.13	5,876.52
增长率	-14.33%	-2.16%	10.57%	11.40%	14.53%
毛利率	75.17%	73.93%	76.73%	76.89%	77.14%
医药工业-抗肿瘤					
销售收入(百万元)	944.19	823.00	730.94	787.51	861.07
增长率	18.25%	-12.84%	-11.19%	7.74%	9.34%
毛利率	81.80%	85.90%	75.97%	75.75%	75.52%
医药工业-感冒发烧					

销售收入 (百万元)	175.53	338.87	346.03	353.91	362.57
增长率	-56.91%	93.06%	2.11%	2.28%	2.45%
毛利率	50.28%	48.10%	58.46%	58.49%	58.53%
医药工业-肝病治疗					
销售收入 (百万元)	334.56	455.29	478.05	501.96	527.06
增长率	-22.71%	36.09%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	77%	82%	77.50%	77.50%	77.50%
医药工业-其他					
销售收入 (百万元)	503.40	600.12	660.13	726.15	798.76
增长率	-2.83%	19.21%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	63.46%	66%	66.00%	66.00%	66.00%
医药商业					
销售收入 (百万元)	12,717.06	7,122.38	1,185.88	1,185.88	1,185.88
增长率	17.99%	-43.99%	-83.35%	0.00%	0.00%
毛利率	10.02%	11%	10.30%	10.30%	10.30%
合计 (百万元)	18,998.31	3,576.11	8,007.14	8,686.53	9,611.85
增长率	5.61%	-28.54%	-41.02%	8.48%	10.65%
综合毛利率	31.47%	40.98%	65.26%	66.26%	67.42%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

风险提示

- 丹滴新适应症推广仍需时间，如果预期渗透率大幅不及预期，或丹滴价格不能维持现有水平出现大幅下降，销售不及预期，将会对营业收入产生不利影响
- 其余中药、化学药品、生物药推广销售不及预期
- 国家集采政策超预期，大幅降价风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,891	1,976	7,863	8,424	9,261	营业收入	18,998	13,576	8,007	8,687	9,612
应收票据、账款及款项融资	11,138	5,198	1,104	1,198	1,326	营业成本	13,052	8,055	2,781	2,931	3,131
预付账款	558	98	173	169	155	营业税金及附加	140	110	115	124	137
存货	2,547	1,354	530	541	567	营业费用	2,765	2,672	2,602	2,910	3,316
其他	409	613	212	237	285	管理费用及研发费用	1,191	1,285	950	1,031	1,141
流动资产合计	16,543	9,237	9,882	10,568	11,594	财务费用	435	273	101	46	40
长期股权投资	630	922	833	833	833	资产、信用减值损失	55	130	(1)	0	0
固定资产	3,396	3,480	3,265	3,437	3,528	公允价值变动收益	(68)	118	108	0	0
在建工程	614	401	418	300	212	投资净收益	(102)	221	227	0	0
无形资产	409	361	334	306	278	其他	148	82	99	110	97
其他	2,422	2,092	1,519	1,539	1,495	营业利润	1,338	1,472	1,893	1,754	1,943
非流动资产合计	7,471	7,256	6,369	6,415	6,345	营业外收入	2	10	10	7	9
资产总计	24,014	16,494	16,251	16,983	17,939	营业外支出	10	25	14	16	18
短期借款	2,650	637	160	160	160	利润总额	1,331	1,457	1,889	1,745	1,934
应付票据及应付账款	2,843	684	236	249	266	所得税	328	367	397	412	450
其他	3,164	1,510	1,235	1,218	1,212	净利润	1,003	1,090	1,491	1,333	1,483
流动负债合计	8,657	2,832	1,631	1,627	1,637	少数股东损益	2	(36)	(1)	(14)	(22)
长期借款	927	1,020	1,023	1,040	1,057	归属于母公司净利润	1,001	1,126	1,492	1,347	1,505
应付债券	2,305	0	0	0	0	每股收益(元)	0.66	0.74	0.99	0.89	1.00
其他	261	258	0	0	0						
非流动负债合计	3,493	1,278	1,023	1,040	1,057	主要财务比率					
负债合计	12,150	4,109	2,655	2,667	2,694		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	732	412	411	397	375	成长能力					
实收资本(或股本)	1,513	1,513	1,513	1,513	1,513	营业收入	5.6%	-28.5%	-41.0%	8.5%	10.7%
资本公积	1,891	2,126	2,321	2,321	2,321	营业利润	-31.2%	10.0%	28.5%	-7.3%	10.8%
留存收益	7,730	8,359	9,352	10,085	11,036	归属于母公司净利润	-35.2%	12.4%	32.5%	-9.7%	11.7%
其他	(2)	(25)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,864	12,384	13,596	14,315	15,245	毛利率	31.3%	40.7%	65.3%	66.3%	67.4%
负债和股东权益总计	24,014	16,494	16,251	16,983	17,939	净利率	5.3%	8.3%	18.6%	15.5%	15.7%
						ROE	9.2%	9.7%	11.9%	9.9%	10.5%
						ROIC	6.6%	7.4%	10.2%	8.6%	9.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	50.6%	24.9%	16.3%	15.7%	15.0%
净利润	1,003	1,090	1,491	1,333	1,483	净负债率	52.2%	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	399	431	298	317	351	流动比率	1.91	3.26	6.06	6.50	7.08
财务费用	435	273	101	46	40	速动比率	1.62	2.78	5.73	6.16	6.73
投资损失	102	(221)	(227)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(162)	4,773	4,669	(129)	(178)	应收账款周转率	2.3	2.6	5.4	7.5	7.6
其它	(97)	(4,554)	323	0	0	存货周转率	5.3	4.1	2.9	5.5	5.6
经营活动现金流	1,680	1,791	6,655	1,567	1,697	总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
资本支出	(436)	53	(72)	(343)	(325)	每股指标(元)					
长期投资	732	(292)	89	0	0	每股收益	0.66	0.74	0.99	0.89	1.00
其他	(788)	1,104	387	(20)	44	每股经营现金流	1.11	1.18	4.40	1.04	1.12
投资活动现金流	(492)	866	404	(364)	(282)	每股净资产	7.36	7.91	8.72	9.20	9.83
债权融资	(376)	(3,283)	(288)	17	16	估值比率					
股权融资	48	236	195	0	0	市盈率	20.9	18.6	14.0	15.6	13.9
其他	(2,061)	736	(1,078)	(660)	(594)	市净率	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	(2,390)	(2,311)	(1,172)	(643)	(578)	EV/EBITDA	9.2	9.1	8.7	9.4	8.5
汇率变动影响	4	(12)	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.2	11.4	10.0	11.0	10.0
现金净增加额	(1,197)	334	5,887	561	837						

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn