

天士力 (600535.SH)

中药转型创新药优质标的，看好公司未来发展

现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展，公司快速推进研发转型，未来多个产品有望兑现。经过多年发展，公司已形成现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局。公司快速推进自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”药物创新研发模式。未来公司的创新药管线有望逐渐兑现，进入转型收获期。

糖网适应症获批，复方丹参滴丸有望进入新一轮增长期。公司核心产品复方丹参滴丸糖网适应症近日获批。当前，我国已成为世界第一糖尿病大国，糖尿病视网膜病变患者也日益增多。对于中药品种二次开发上，公司积极拓展核心产品复方丹参滴丸在糖网适应症上的应用，新增用药市场中性预测在15亿左右，我们认为复方丹参滴丸有望焕发第二春，进入新一轮的增长期。

普佑克未来市场前景广阔，新适应症有望大大拓展市场空间。普佑克作为国内唯一的重组人尿激酶原产品，在17年纳入医保后开始快速放量，公司在ST段抬高型心肌梗死方面已占据一定市场。另外公司不断拓展急性脑卒中适应症和急性肺栓塞领域，普佑克与同类药物对比同样具有明显优势，我们认为新适应症未来有望大大拓展普佑克的市场空间。

子公司天士力生物拟分拆至科创板上市，资本化推动，加速上市公司整体发展。天士力生物目前拟分拆至科创板上市，有利于改善上市公司自身资产结构，增强子公司资金实力和运营能力，有助于增强天士力生物核心竞争力，进而强化其在生物药领域的行业地位。

盈利预测。预计公司21-23年归母净利润分别为13.37亿、13.50亿以及14.87亿元，同比增长19%、1%以及10%，对应PE分别为16X、16X以及14X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：研发管线进展缓慢的风险；天士力生物分拆上市的相关风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,998	13,576	7,863	8,619	9,508
增长率 yoy (%)	5.6	-28.5	-42.1	9.6	10.3
归母净利润(百万元)	1,001	1,126	1,337	1,350	1,487
增长率 yoy (%)	-35.2	12.4	18.7	1.0	10.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.66	0.74	0.88	0.89	0.98
净资产收益率(%)	8.5	8.8	9.8	9.4	9.8
P/E(倍)	20.9	18.6	15.7	15.5	14.1
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

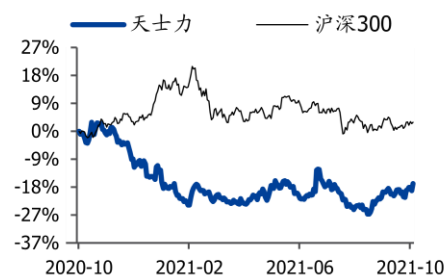
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月25日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	中药
前次评级	
10月25日收盘价(元)	13.86
总市值(百万元)	20,965.55
总股本(百万股)	1,512.67
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.76

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 祁瑞

执业证书编号: S0680519060003

邮箱: qirui@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16542	9237	9444	9881	10642
现金	1890	1976	1472	2004	1780
应收票据及应收账款	8565	1872	4173	2453	4857
其他应收款	209	421	0	400	41
预付账款	558	98	282	134	325
存货	2547	1354	0	1373	122
其他流动资产	2773	3517	3517	3517	3517
非流动资产	7471	7256	6626	6834	7049
长期投资	630	922	1226	1530	1835
固定资产	3396	3480	2674	2508	2342
无形资产	1809	1646	1759	1879	2007
其他非流动资产	1635	1208	967	917	865
资产总计	24012	16494	16070	16715	17691
流动负债	8657	2832	1941	2009	2237
短期借款	2650	637	882	637	1045
应付票据及应付账款	2843	684	462	779	573
其他流动负债	3164	1510	597	593	619
非流动负债	3493	1278	957	739	521
长期借款	3232	1020	699	481	263
其他非流动负债	261	258	258	258	258
负债合计	12150	4109	2898	2748	2758
少数股东权益	732	412	362	320	291
股本	1513	1513	1513	1513	1513
资本公积	1989	2321	2321	2321	2321
留存收益	7730	8359	9147	9925	10750
归属母公司股东权益	11130	11972	12810	13646	14642
负债和股东权益	24012	16494	16070	16715	17691

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1680	1791	717	2144	727
净利润	1003	1090	1287	1308	1458
折旧摊销	424	590	362	372	388
财务费用	435	273	141	125	102
投资损失	102	-221	-148	-55	-36
营运资金变动	-423	-17	-913	408	-1166
其他经营现金流	139	77	-12	-15	-20
投资活动现金流	-493	866	428	-510	-548
资本支出	731	409	-934	-96	-90
长期投资	152	39	-304	-304	-305
其他投资现金流	389	1314	-810	-910	-942
筹资活动现金流	-2390	-2311	-1894	-858	-811
短期借款	-1154	-2013	0	0	0
长期借款	-1924	-2212	-321	-218	-218
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	60	332	0	0	0
其他筹资现金流	629	1582	-1573	-640	-593
现金净增加额	-1198	334	-748	776	-632

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18998	13576	7863	8619	9508
营业成本	13052	8055	2619	2835	3087
营业税金及附加	140	110	63	69	76
营业费用	2765	2672	2587	2896	3223
管理费用	640	596	418	473	521
研发费用	551	689	519	581	635
财务费用	435	273	141	125	102
资产减值损失	-56	-65	-24	-34	-29
其他收益	147	81	0	0	0
公允价值变动收益	-68	118	12	15	20
投资净收益	-102	221	148	55	36
资产处置收益	0	2	0	0	0
营业利润	1338	1472	1701	1745	1948
营业外收入	2	10	20	19	18
营业外支出	10	25	9	14	14
利润总额	1331	1457	1712	1749	1952
所得税	328	367	424	441	494
净利润	1003	1090	1287	1308	1458
少数股东损益	2	-36	-49	-42	-29
归属母公司净利润	1001	1126	1337	1350	1487
EBITDA	2072	2094	2097	2135	2347
EPS (元)	0.66	0.74	0.88	0.89	0.98

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.6	-28.5	-42.1	9.6	10.3
营业利润(%)	-31.2	10.0	15.5	2.6	11.7
归属于母公司净利润(%)	-35.2	12.4	18.7	1.0	10.2
获利能力					
毛利率(%)	31.3	40.7	66.7	67.1	67.5
净利率(%)	5.3	8.3	17.0	15.7	15.6
ROE(%)	8.5	8.8	9.8	9.4	9.8
ROIC(%)	6.4	7.5	8.8	8.7	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	24.9	18.0	16.4	15.6
净负债比率(%)	54.4	8.5	4.2	-3.2	-0.2
流动比率	1.9	3.3	4.9	4.9	4.8
速动比率	1.2	1.6	3.0	2.5	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.9	2.6	2.6	2.6	2.6
应付账款周转率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.74	0.88	0.89	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.18	0.47	1.42	0.48
每股净资产(最新摊薄)	7.36	7.91	8.47	9.02	9.68
估值比率					
P/E	20.9	18.6	15.7	15.5	14.1
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.6	10.6	10.4	9.7	9.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 25 日收盘价

内容目录

1. 投资要点.....	4
2. 现代中药龙头企业，转型创新之路持续推进.....	5
3. 公司心脑血管产品全产业链布局全面.....	6
4. 公司作为现代中药领军企业，核心品种丹参滴丸有望迎来第二春.....	7
5. 子公司天士力生物拟登入科创板，核心产品普佑克作为新一代溶栓药物，自身优势明显.....	10
5.1 天士力生物布局多个产品，拟登入科创板.....	10
5.2 普佑克作为新一代溶栓药物，自身优势明显.....	11
6. 盈利预测与估值.....	13
风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 公司十大股东情况及板块架构 (21 年半年报披露情况).....	5
图表 2: 公司历史发展和未来转型展望.....	6
图表 3: 公司心脑血管药物产业链布局全面.....	7
图表 4: 公司践行现代中药标准.....	8
图表 5: 复方丹参滴丸糖网适应症临床 III 期试验方案.....	9
图表 6: 羧苯磺酸钙分散片样本医院收入 (万元) 及增速 (%).....	10
图表 7: 羧苯磺酸钙胶囊样本医院收入 (万元) 及增速 (%).....	10
图表 8: 复方丹参滴丸糖网适应症市场规模预测.....	10
图表 9: 国内溶栓药物对比.....	11
图表 10: 公司板块收入情况拆分 (百万元).....	13

1. 投资要点

现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展，公司快速推进研发转型，未来多个产品有望兑现。经过多年发展，公司已形成现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局，多个重磅产品持续推进。坚持自主研发、合作研发、外部引进和投资优先许可“四位一体”的研发模式，实现精准研发，尤其是核心创新产品和中药大品种二次开发，不断丰富并持续优化产品管线和布局结构。

面对心脑血管疾病链各领域，天士力战略布局日趋全面。公司心脑血管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，确立在中国心脑血管创新药领域的领导地位。

糖网适应症获批，复方丹参滴丸有望进入新一轮增长期。公司核心产品复方丹参滴丸糖网适应症近日获批。当前，我国已成为世界第一糖尿病大国，糖尿病视网膜病变患者也日益增多。对于中药品种二次开发上，公司积极拓展核心产品复方丹参滴丸在糖网适应症上的应用，新增用药市场中性预测在 15 亿左右，我们认为复方丹参滴丸有望焕发第二春，进入新一轮的增长期。

普佑克未来市场前景广阔。普佑克作为国内唯一的重组人尿激酶原产品，在 17 年纳入医保后开始快速放量，公司在 ST 段抬高型心肌梗死方面已占据一定市场。另外公司不断拓展急性脑卒中适应症，普佑克在脑卒中适应症治疗时间窗 0-4.5h 范围内，普佑克具有出血发生率低等优势，而在 4.5-6 小时时间窗，未来普佑克有望成为此范围内唯一的特异性溶栓药物。在急性肺栓塞领域，普佑克与同类药物对比同样具有明显优势，目前三期入组已经完毕，正在全力推进临床。我们认为新适应症未来有望大大拓展普佑克的市场空间。

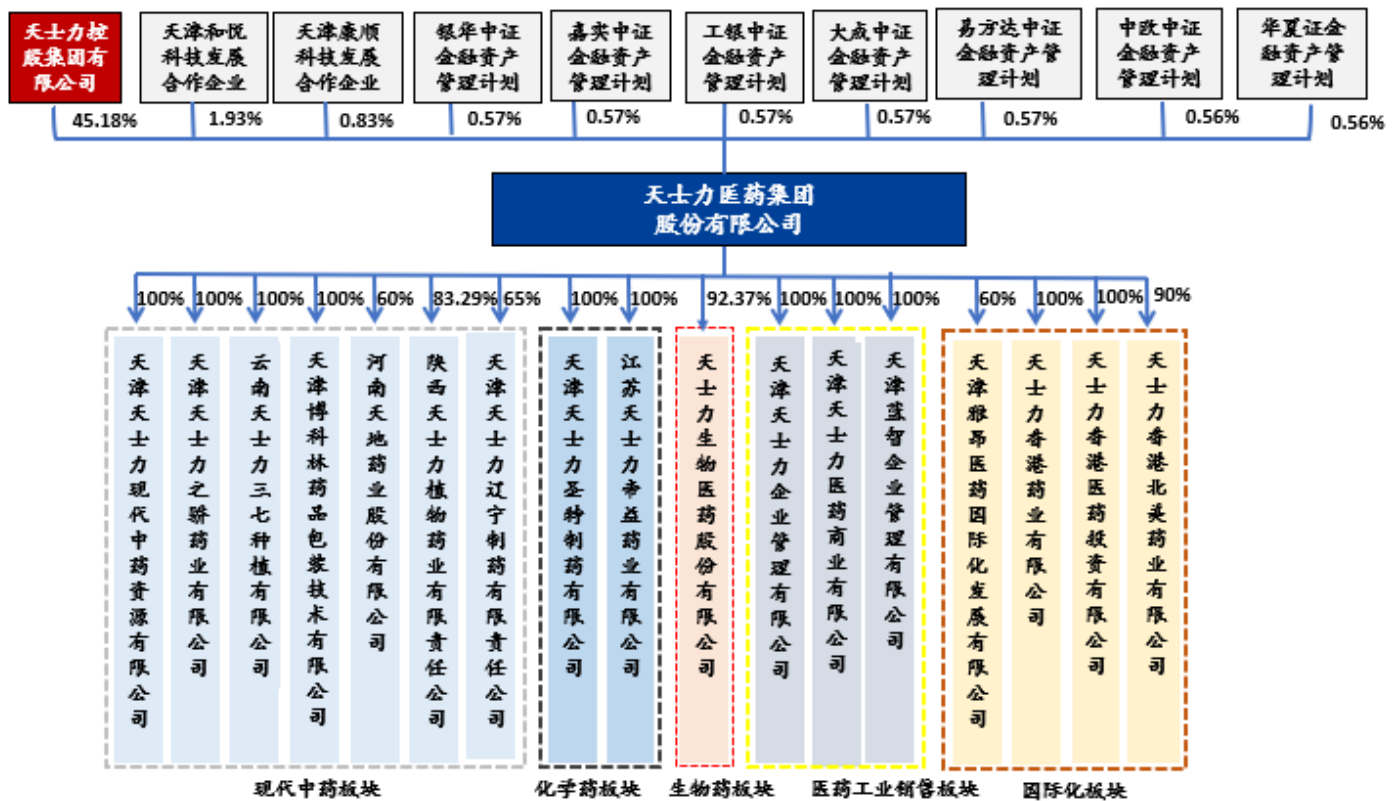
子公司天士力生物拟分拆至科创板上市，资本化推动，加速上市公司整体发展。天士力生物 18 年 7 月完成最后一轮融资，此轮估值达到 17.62 亿美元，投后估值 18.95 亿美元。目前拟分拆至科创板上市，有利于改善上市公司自身资产结构，增强子公司资金实力和运营能力，有助于增强天士力生物核心竞争力，符合公司发展的战略需要和长远利益，进而强化其在生物药领域的行业地位、市场份额及盈利能力，有效深化在生物药领域的战略布局，借助资本驱动加速产业发展。

公司工业板块分为心脑血管、抗肿瘤、肝病治疗以及感冒发烧等几个板块，公司各个板块未来几年有望保持稳定增长。公司也将持续推进研发管线，未来将有更多的产品补充进入上市公司，进一步增厚上市公司业绩，由于研发管线的不确定性，我们暂时没有将管线品种加入盈利预测中。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 13.37 亿、13.50 亿以及 14.87 亿元，同比增长 19%、1%以及 10%，对应 PE 分别为 16X、16X 以及 14X。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

2. 现代中药龙头企业，转型创新之路持续推进

现代中药龙头企业，多板块协同发展。公司成立于1994年5月，2002年在上交所上市，公司以中药业务起家，始终秉承“创造健康，人人共享”的企业愿景，推动中医药与现代医学融合发展，以提高人类生活和生命质量为使命。经过多年发展，公司已形成现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局，同时利用自身销售及研发优势进行创新药战略布局，为持续的国际化拓展提供领先优势和发展动力。

图表 1: 公司十大股东情况及板块架构 (21 年半年报披露情况)



资料来源: 国盛证券研究所, 公司公告

我们认为公司自上市以来不断发展壮大，业务板块不断拓展和丰富，已形成中药+化学药+生物药的三箭齐发格局，未来公司将重点向创新药转型，转型之路已经开启：

- **高增速的基础发展期。**公司自上市初期建立了现代中药发展体系，以复方丹参滴丸为代表的中药品种成为公司的发展动力，基础发展期中公司业绩高速增长；
- **业务板块不断丰富的产业升级期。**08-09年开始，公司重视产业+资本布局，此后公司开始进军化药板块和生物药板块，13年公司收购江苏帝益从而发展成为公司化药板块的发展主体，化药板块快速发展，公司生物药板块则以1.1类新药普佑克为基础，不断拓展，此阶段为公司产业升级期，逐渐确立了以现代中药为核心，生物药和化学药为两翼的战略布局，此阶段公司业绩亦保持较高增速，丹滴国际化亦不断推进；
- **产业机构调整，创新转型之路开启的转型发展期。**2015年后，公司已发展为巨头企业，叠加两票制+医保控费，公司增速开始放缓，战略发展方向需要扭转，占大比重的中药板块短期无法继续公司业绩高速增长，当下格局公司利用自身产业+资本优势，不断向生物创新领域转型，公司目前已布局包括全人源单抗（安美木单抗、降血脂生物药全人源抗 PCSK-9 单抗等）、治疗性乙肝疫苗、干细胞靶向药物、溶瘤病毒等药物，公司进入转型发展期。
- **转型收获期，创新管线逐渐兑现。**公司快速推进自主研发、产品引进、合作研发、

投资市场许可优先权的“四位一体”药物创新研发模式，多个重磅产品持续推进，公司有望在 22 年开始陆续有新产品上市销售，公司的创新药管线逐渐兑现，进入转型收获期，公司转型成为创新药研发企业。

图表 2: 公司历史发展和未来转型展望



资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. 公司心脑血管产品全产业链布局全面

面对心脑血管疾病链各领域，天士力战略布局日趋全面。公司心血管方面，其布局涵盖了从心绞痛、心肌梗死到心力衰竭等等；而在脑血管方面，其从脑缺血性病变、脑梗到脑卒中后遗症等也是同样的全周期布局。

- **在一级预防阶段**，针对治疗高血压、高血脂等心脑血管疾病，天士力已经拥有包括帝益洛（赖诺普利胶囊）、赖诺普利氢氯噻嗪片、卡托普利片、注射用地尔硫卓、替米沙坦片、阿贝他（苯扎贝特片）、吲达帕胺片等 7 款化学药，研发布局了全球新一代降血脂作用靶点的 AMPK 激动剂和 PCSK9 抑制剂；
- **在二级预防阶段**，针对动脉粥样硬化及血栓形成后，出现无症状心肌缺血、慢性稳定性心绞痛，发挥了现代中药的优势，布局复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、尼可地尔片等 4 款药品，研发布局了抗血栓一类新药 P2Y12 抑制剂；
- **在心肌梗死溶栓阶段**（静脉溶栓和冠脉溶栓等多场景），布局了领先的生物药普佑克（重组人尿激酶原），并引进世界最领先干细胞公司 Mesoblast 干细胞产品 MPC-25-IC；在 I-IV 级心力衰竭治疗阶段，布局了注射用益气复脉和 Mesoblast 干细胞产品 MPC-150-IM；
- **在脑缺血性病变治疗阶段**，拥有养血清脑颗粒；在脑梗塞、脑卒中领域，拥有普佑克、注射用丹参多酚酸、醒脑静注射液，其中普佑克在全球范围内首次将溶栓窗口时间扩大至六小时，初步实现了心脑血管领域疾病链条的全覆盖。

图表 3: 公司心脑血管药物产业链布局全面



资料来源: 国盛证券研究所, 公司公告, 公司网站

4. 公司作为现代中药领军企业，核心品种丹参滴丸有望迎来第二春

现代中药则是在现代科学技术进步的条件下，充分利用现代科学技术的新理论、新方法在传统中药的基础上制备并应用于临床的在功能上于现代科技标准相适应的药物。现代中药可以按照国际标准，进行临床疗效评价。“质量可控”是全球中药和传统草药领域的重大挑战。

公司践行中药国际级领先标准。绝大多数中成药都是由多种药材按照一定的比例配伍，每种药材中又常常含有几种、几十种甚至数百种组分或单体成分。中成药要像化药做到质量均衡可控、其难度很大。天士力首先重视抓药源——寻找复方丹参滴丸的主要原料——丹参、三七等质量最好并且稳定的原料，建立了陕西商洛 GAP 丹参药源基地、云南文山 GAP 三七药源基地，创造出一整套复方中药科学监控评价标准体系，形成了从原料到产品一整套指纹图谱识别方法。

公司已形成以复方丹参滴丸为龙头的现代中药体系。公司按照国际化创新标准和现代医学标准，以复方丹参滴丸带动了养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等系列领先品牌产品，构建了以心脑血管用药为主的现代中药大药体系。在复方丹参滴丸形成心脑血管品牌优势的基础上，先后持续布局多层次的产品组合，

不断加强大品种二次开发与创新中药研发，持续强化产品全生命周期管理，公司心脑血管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，确立在中国心脑血管创新药领域的领导地位。

中药现代化、国际化指导下的一体化产业链标准优势。公司在发展过程中始终坚持以现代中药产业链为核心的一体化生产模式，在产业链各环节全程推行标准化管理，注重产业链各环节之间的衔接与协作，领先国内中药业建立了由研发(GLP)、药材种植(GAP)、有效组分萃取(cGEP)、制剂生产(cGMP)、临床研究(GCP)到市场营销(GSP)等每个环节标准构成的全产业链标准体系。首创中药提取生产质量管理规范(GEP)新概念，解决了中药材有效成分的萃取和毒性成分、重金属含量及农药残留量的纯化处理问题；全部生产剂型均符合国家药品生产质量管理规范(GMP)，并通过了国家系列标准认证，实现了传统产业与现代科技的对接，将传统产业链打造成具有高技术、高标准的现代中药产业链。

图表 4: 公司践行现代中药标准



资料来源：国盛证券研究所，公司网站

2021年10月13日公司公告，公司核心产品复方丹参滴丸获得《药品补充申请批准通知书》，增加新适应，功能主治为“用于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气滞血瘀证所致的视物昏花、面色晦暗、眼底点片状出血，舌质紫暗或有瘀点瘀斑、脉涩或细涩。”

糖尿病视网膜病变（diabetic retinopathy, DR）是常见的糖尿病慢性并发症之一，是糖尿病性微血管病变中最重要的形式。以动脉瘤、出血斑点、硬性渗出、棉绒斑、静脉串珠状、视网膜内微血管异常以及黄斑水肿等为主要病变表现，也是导致成人失明的主要原因之一。根据《糖尿病视网膜病变防治专家共识》，DR是最常见的糖尿病微血管并发症，同时也是工作人群（20~65岁）首位致盲性疾病。当前，我国已成为世界第一糖尿病大国，根据2015至2017年中华医学会内分泌学会调查显示，我国18岁及

以上人群糖尿病患病率为 11.2%。在糖尿病患者中，糖尿病视网膜膜病变患病率约为 23%，其中非增殖性糖尿病视网膜膜病变患者人约为 2000 万，占糖尿病患者人数的 19.1%。

针对 DR 的治疗，根据《糖尿病视网膜膜病变防治专家共识》，主要是使用羟苯磺酸钙，中药一般推荐使用复方丹参滴丸、银杏叶片、芪明颗粒等，另外根据 DR 的严重程度以及是否合并糖尿病黄斑水肿（DME）来决策是否选择激光治疗。

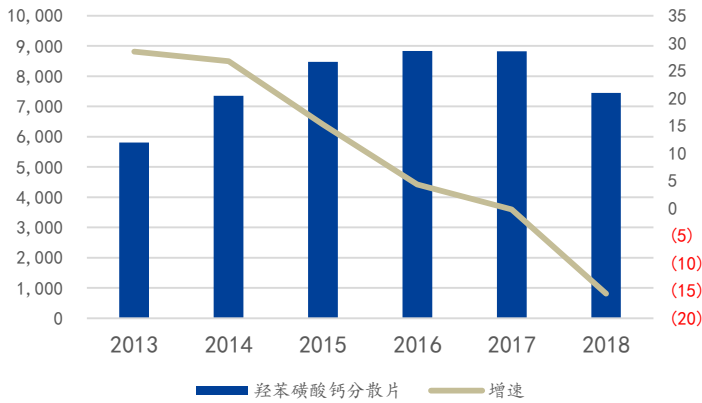
图表 5: 复方丹参滴丸糖网适应症临床 III 期试验方案

项目	内容/进展
目前状态	已完成
登记号	CTR20131517
试验分期	III 期
适应症	糖尿病视网膜膜病变
试验通俗题目	评价复方丹参滴丸治疗糖网的疗效和安全性的临床研究
试验专业题目	复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜膜病变（气滞血瘀证）多中心、随机、双盲临床试验
试验目的	确证性评价复方丹参滴丸治疗糖尿病视网膜膜病变（气滞血瘀证）的安全性、有效性。
试验分类	安全性和有效性
设计类型	平行分组
随机化	随机化
盲法	双盲
试验范围	国内试验
年龄	30 至 70
第一例受试者入组日期	2013/11/15
试验组（复方丹参滴丸）	滴丸剂；27mg/丸；1 日 3 次，每次 20 丸，连续用药共计 24 周。
对照组 安慰剂	滴丸剂；27mg/丸；1 日 3 次，每次 20 丸，连续用药共计 24 周。
主要终点指标及评价时间	眼底改变：视网膜病变程度。0 周、12 周、24 周 眼底荧光血管造影。0 周、12 周、24 周
次要终点指标及评价时间	黄斑水肿改变。0 周、12 周、24 周 矫正视力。0 周、试验每 4 周 中医证候。0 周、试验每 4 周

资料来源：国盛证券研究所，CDE 网站

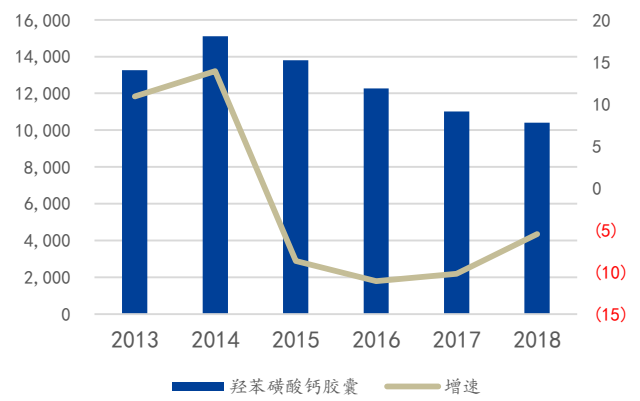
羟苯磺酸钙市场规模预计在 10 亿左右。对于当前羟苯磺酸钙，参考样本医院的数据，羟苯磺酸钙分散片和胶囊近年有所下滑，但样本医院市场合计仍在 1.8 亿左右，按比例推测我们预计整体市场规模在 10 亿元左右，未来丹参滴丸有望凭借自身团队优势抢占和壮大市场空间，进一步提升丹滴销售业绩。

图表 6: 羟苯磺酸钙分散片样本医院收入 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 国盛证券研究所, wind

图表 7: 羟苯磺酸钙胶囊样本医院收入 (万元) 及增速 (%)



资料来源: 国盛证券研究所, wind

复方丹参滴丸糖网适应症市场预测: 根据 2015 至 2017 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%。在糖尿病患者中, 糖尿病视网膜膜病变患病率约为 23%, 其中非增殖性糖尿病视网膜膜病变患者人约为 2000 万, 占糖尿病患者人数的 19.1%。按照公司临床设计方案, 每日服用 3 次, 共 60 粒, 预计服药费用大概在 1500 元左右, 则整个用药市场规模在 15-30 亿左右。我们认为复方丹参滴丸有望焕发第二春, 进入新一轮的增长期。

图表 8: 复方丹参滴丸糖网适应症市场规模预测

	中性预测	乐观预测
糖尿病视网膜膜病人数 (万)	2000	2000
丹参滴丸使用率	5%	10%
丹参滴丸使用人群 (人)	100	200
服药费用 (元)	1500	1500
对应市场规模 (亿元)	15	30

资料来源: 国盛证券研究所, 卫健委, CDE

5. 子公司天士力生物拟登入科创板, 核心产品普佑克作为新一代溶栓药物, 自身优势明显

5.1 天士力生物布局多个产品, 拟登入科创板

18 年 7 月公司公告, 子公司天士力生物完成新一轮融资, 四家境外投资机构以及一家国际制药企业合计出资 13250 万美元或等值人民币认购天士力生物新增发行的 75714,285 股股份, 合计约占本次增资扩股完成后天士力生物股份总数的约 6.99%。其中: 汇桥资本 LB 等四家境外投资机构以现金出资 8450 万美元, 占比 4.46%; Transgene SA 将以非货币方式 (天士力创世杰的 50% 股权及“T101 专利”) 出资 4800 万美元, 占比 2.53%。

天士力生物管线价值重估得到认可。 天士力生物通过自主研发和投资引进等多种方式, 目前共布局多个品种, 其中包括普佑克 (新适应症脑卒中申报生产)、安美木单抗 (直肠癌临床 II 期)、乙肝 T101 疫苗 (临床 IIa 期)、溶瘤病毒等相关产品。根据公司 18 年 7

月公告信息，此轮估值达到**17.62**亿美元，投后估值**18.95**亿美元。同时，天士力生物实现生物创新药单独估值，进一步提升公司在创新药领域价值，管线价值和未来布局得到资本市场更多的认可。根据公司公告，天士力生物拟申请科创板上市，目前上市进程在推进过程中。

5.2 普佑克作为新一代溶栓药物，自身优势明显

普佑克是全球唯一上市的**CHO**细胞表达的尿激酶原产品、我国第一个拥有自主知识产权、国家重大新药创制项目支持的唯一国家**1.1**类生物新药。它是通过基因工程方法构建的中国仓鼠卵巢细胞（CHO 细胞）表达获得，用于治疗急性 ST 段抬高性心肌梗死（STEMI）的溶栓治疗，属于第三代溶栓制剂。与其他溶栓药物相比，普佑克具有临床开通率高、出血性风险小的特点。

图表 9: 国内溶栓药物对比

目前国内的主要溶栓药物对比

项目	阿替普酶（二代）	瑞替普酶（三代）	替奈普酶（三代）	尿激酶（一代）	尿激酶原（普佑克）
类型	糖蛋白	非糖基化组织型纤溶酶原，激活物的变体	非糖基化组织型纤溶酶原，激活物的变体	人体天然存在的酶蛋白	丝氨酸蛋白
是否为特异性溶栓药物	是	是	是	否	是
溶栓机制	通过其赖氨酸残基与纤维蛋白结合，并激活与纤维蛋白结合的纤溶酶原转变为纤溶酶	与纤维蛋白结合，使血栓局部的纤溶酶原转化为纤溶酶	与纤维蛋白结合，使血栓局部的纤溶酶原转化为纤溶酶	激活血液中的纤溶酶原为纤溶酶，进而降解血管中聚集凝结的血纤维蛋白	将没有活性的纤溶酶原裂解，转变成有活性的纤溶酶，降解血栓中的交联纤维蛋白
治疗剂量	90min 内不超过 100mg（根据体质量）	1000 万 U × 2 次，每次 > 2min	30-50mg（根据体质量）	150U(30min)	50mg(30min)
负荷剂量	需	弹丸式静脉推注	弹丸式静脉推注	无需	需
抗原性及过敏反应	无	无	无	无	无
全身纤维蛋白原消耗	轻度	中度	极小	明显	极少
血浆半衰期（min）	3-8	15-18	18-20	20-30	114
脑出血率（%）	0.9-3%	0.91	1-3%	10-15	0.29
纤维蛋白特异性	是	是	是	否	是
90min 血管开通率（%）	73-84	83	82	53	85
TIMI3 级血流（%）	54	60	60	28	60.8

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

普佑克进入谈判目录，未来渗透率有望不断提高。普佑克 2017 年通过医保谈判纳入全国医保，其降价幅度在 15%左右，普佑克进入医保后放量迅速，19 年 11 月新的谈判药品结果公布，普佑克降价 50%，将进一步打开基层市场的使用，同时也为未来脑梗适应症的放量打下市场基础。另外普佑克已进入 2015 年版《急性 ST 段抬高型心肌梗死诊断和治疗指南》、2016 版《急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南》、2016 版《冠心病合理用药指南》、2016 版《急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南》、《ST 段抬高型急性心肌梗死院前溶栓治疗中国专家共识》（2018 版）推荐溶栓用药。

根据缺血性脑卒中治疗药物研究进展可知，药物治疗是目前脑卒中治疗采取的主要治疗方式。而根据脑卒中最权威的杂志中华神经科杂志刊登的中国急性缺血性脑卒中诊治指南 2018 版可知，急性缺血性脑卒中患者给予重组组织型纤溶酶原激活剂（rt-PA）静脉溶栓治疗是目前循证医学证实最有效的方法。rt-PA 在 1996 年通过了美国食品药品监督管理局 FDA 的批准，成为首个且唯一获得公认用于缺血性脑卒中急性期的溶栓药物。其他的溶栓药物有链激酶、尿激酶、瑞替普酶、替奈普酶等。

国外指南中提到使用阿替普酶针对 3-4.5 小时的急性脑卒中病人，但是国内对应时间并未获得批准，国内的使用时间是在 3 小时内，若超过医保将不予报销。勃林格殷格翰申报目前已经开展了阿替普酶用于发作后 3 到 4.5 小时的临床试验，目前进行到临床 III 期。天士力的普佑克在临床试验设计上进行了改变，在脑卒中临床 III 期中涉及了小于 4.5 小时组和大于 4.5 小于 6 小时组，这样未来就有望实现时间上的全覆盖。

未来新适应症有望大大拓展普佑克市场空间。普佑克作为国内唯一的重组人尿激酶原产品，在 17 年纳入医保后开始快速放量，公司在 ST 段抬高型心肌梗死方面已占据一定市场。另外公司不断拓展急性脑卒中适应症，普佑克在脑卒中适应症治疗时间窗 0-4.5h 范围内，普佑克具有出血发生率低等优势，而在 4.5-6 小时时间窗，未来普佑克有望成为此范围内唯一的特异性溶栓药物。目前公司已提交脑卒中适应症上市申请，有望 21-22 年获得批准，未来有望大大拓展市场空间。

6. 盈利预测与估值

公司工业板块分为心脑血管、抗肿瘤、肝病治疗以及感冒发烧等几个板块，公司各个板块未来几年有望保持稳定增长。公司也将持续推进研发管线，未来将有更多的产品补充进入上市公司，进一步增厚上市公司业绩，由于研发管线的不确定性，我们暂时没有将管线品种加入盈利预测中。对于公司已上市产品假设如下：

- 心脑血管类产品我们预计在普佑克和丹滴在新适应症带领下有望保持一定增长，21-23年增速分别为9%、11%以及12%。
- 抗肿瘤产品，由于蒂清收到集采影响，价格下降，21年出现一定下滑，但基于公司销售队伍的市场拓展以及过往年份的情况，预计22-23年可恢复增长，增速分别为7%和11%。
- 肝病产品，公司近年持续拓展，同时由于产品基数较低，我们预计21-23年增速分别为18%、15%以及15%。
- 感冒类产品和其他业务预计保持稳定增长。
- 工业产品毛利率方面，我们预计保持相对稳定。
- 医药产业板块，由于公司处置天士力营销资产，20-21年出现较大幅度下滑，21年处置完成后，22-23年将保持一定增长。

图表 10: 公司板块收入情况拆分 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
医药工业						
工业收入	7,127	6215	6382	6663	7349	8188
心脑血管	4,967.09	4258	4166	4541	5040	5645
同比增速	2.28%	-14.28%	-2.15%	9.00%	11.00%	12.00%
抗肿瘤	798	944	823	650	696	772
同比增速	17.00%	18.25%	-12.83%	-21.00%	7.00%	11.00%
肝病治疗	433	335	455	537	617	710
同比增速	3.69%	-22.71%	36.00%	18.00%	15.00%	15.00%
感冒发烧	407	176	338	287	296	305
同比增速	4.03%	-56.91%	92.56%	-15.00%	3.00%	3.00%
其他主营业务	521	503	600	648	700	756
	11.71%	-3.37%	19.19%	8.00%	8.00%	8.00%
合计同比增速	4.59%	-12.79%	2.68%	4.41%	10.30%	11.41%
合计毛利率	75.53%	74.63%	73.97%	74.02%	74.07%	74.07%
医药商业						
商业收入	10,778	12,717	7,122	1,200	1,270	1,320
同比增速	17.07%	17.99%	-44.00%	-83.15%	5.83%	3.94%
毛利率	10.03%	10.02%	10.05%	26.05%	26.85%	27.00%
工业+商业						
合计收入	17,905	18,932	13,504	7,863	8,619	9,508
同比增速	11.76%	5.74%	-28.67%	-41.77%	9.61%	10.31%
毛利率	36.10%	31.23%	40.26%	66.70%	67.11%	67.54%

资料来源：国盛证券研究所，公司公告

预计公司 21-23 年归母净利润分别为 13.37 亿、13.50 亿以及 14.87 亿元，同比增长 19%、1% 以及 10%，对应 PE 分别为 16X、16X 以及 14X。截至 2021 年 10 月 25 日，根据申万中药板块估值情况，21-22 年板块市盈率估值分别为 22X 和 19X，公司作为现代中药的领军企业，已显著低于板块估值，同时公司管线中布局多个创新药品种，未来有望持续兑现，公司价值有望持续提升。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

研发管线进展缓慢的风险：公司研发管线中布局多个产品，涉及糖尿病、肿瘤等领域，如果进展缓慢，可能会影响未来公司的盈利能力和估值。

天士力生物分拆科创板上市的相关风险：公司目前拟分拆天士力生物科创板上市，未来进度和时间存不确定性可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com