

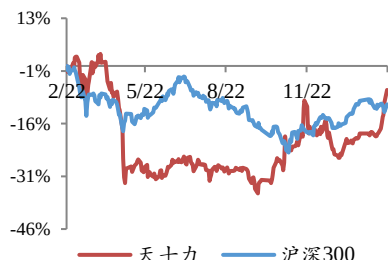
中药现代化领军者，拥抱创新发展新时代

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-02-21

收盘价（元）	13.39
近 12 个月最高/最低（元）	14.84/9.22
总股本（百万股）	1,500
流通股本（百万股）	1,500
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	201
流通市值（亿元）	201

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 三十年征程，成就现代中药现代化领军企业

公司拥有药物覆盖心脑血管、抗肿瘤、感冒发烧和肝脏肾病等多个领域，已在医药工业方面形成完整产业链。通过多年不断地发展与对业务板块的扩张，公司在全球拥有 20 余家科研中心和 11 个生产基地，形成了现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局，已成为中药创新药的龙头企业。

公司近两年的营业收入受医药商业板块出售影响较大，但情况已经得到缓解且公司盈利能力增强、利润率有所提高，整体业绩情况也在 2022 年开始好转。利润端受金融资产公允价值波动，预计 2022 年全年归母净利润为 -3.35 亿元至 -1.79 亿元，同比减少 108% 至 114%；而扣非归母净利润为 6.68 亿元~7.73 亿元，同比增加 10% 到 27%。

● 乘中药创新药发展东风，构筑“四位一体”研发平台，进军国际化走在前列

中药创新药的利好政策频出，国家愈发支持中药创新发展。2021 年中药创新药集中爆发，共有 12 款新药获批上市；2022 年，国家药监局共批准 7 个中药新药上市。尽管 2022 年获批中药新药数量较 2021 年有所下滑，但国内药企对中药新药研发热情仍在持续上升。

公司打造了自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”研发模式，截止 2022 年上半年已经涵盖了 92 款在研产品的研发管线，其中包括 45 款 1 类创新药，并有 43 款药品已进入临床阶段（18 款已处于临床 II、III 期研究阶段）。

天士力复方丹参滴丸国际化持续推进中，中药出海之路虽然艰难，但公司并没有放弃，复方丹参滴丸于 2021 年完成了预防及治疗急性高原反应（AMS）相关三期临床试验准备工作，开始受试者入组，正式开展 FDA 的三期临床试验。

● 围绕心脑血管领域，丰富的中药产品响应市场需求

天士力以复方丹参滴丸为品牌，围绕心脑血管领域开发，在有关心脑血管疾病预防、治疗及康复的各个环节共布局 22 款创新药产品，使公司在中国心脑血管创新药领域处于领先地位。

核心产品复方丹参滴丸主要用于治疗心绞痛等病症，具有有效率、不良反应发生概率低的特点。凭借其品牌和基药优势，在心脑血管全领域成药市场中排名第二，仅次于同仁堂的安宫牛黄丸。并在 2021 年结束的临床实验中大获成功，增加了“糖网”适应症。2021 年营收超过 30 亿元，占公司总营收比例近 40%。

养血清脑丸/颗粒和芪参益气滴丸两个品种，同复方丹参滴丸一起成公司核心三大基药品种。据米内网数据，这三大基药产品 2021 年的合并销售额超过 50 亿元，三大基药的稳定增长驱动公司业绩增长。

同时新品种持续跟进，其中芍药止痉颗粒为 2019 年获批的中药新药，

用于治疗 Tourette 综合征（抽动-秽语综合征）及慢性抽动障碍。苧麻止痉颗粒于 2020 年纳入国家医保目录，并在《精神障碍诊疗规范（2020 年版）》中将其列入可治疗抽动障碍的中成药，放量在即。

● 化学药与生物药的快速协同发展

化学药表现稳健，他达拉非快速放量。公司化学药以肝病药物水飞蓟宾胶囊（水林佳）和肿瘤免疫类药物群为核心。而他达拉非等新兴品种的上市和高速增长也为公司的化药板块注入了活力。

普佑克带动生物药板块增长。生物药领域，公司主要的上市品种是新一代特异性溶栓药物普佑克；该药物属于国家 1 类新药，已被纳入国家医保产品。近年来，以普佑克为代表的生物药板块的销售额正在稳步提升，其营业收入从 2016 年的 0.38 亿元增长到 2021 年的 2.51 亿元，年均复合增长率为 46%。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 85.4/93.2/102.5 亿元，分别同比增长 7.4%/9.1%/10.0%，归母净利润分别为-2.4/11.5/14.0 亿元，扣非归母净利润为 7.19/8.62/10.35 亿元，分别同比增长 18%/20%/20%，对应估值为 28X/23X/19X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

中成药集采降价幅度超预期；公允价值波动超预期；研发进展不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7952	8541	9315	10249
收入同比 (%)	-41.4%	7.4%	9.1%	10.0%
归属母公司净利润	2359	-236	1145	1396
净利润同比 (%)	109.5%	-110.0%	585.6%	21.9%
毛利率 (%)	66.3%	65.2%	65.7%	67.0%
ROE (%)	18.2%	-1.9%	8.3%	9.1%
每股收益 (元)	1.57	-0.16	0.76	0.93
P/E	10.10	—	17.54	14.38
P/B	1.85	1.58	1.45	1.31
EV/EBITDA	12.87	8.80	5.39	5.71

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 三十年征程，成就现代中药现代化领军企业.....	5
2 乘中药创新药发展东风，构筑“四位一体”研发平台，进军国际化走在前列.....	10
2.1 重磅政策接踵而至，推进中药创新药加速发展.....	10
2.2 构筑“四位一体”研发平台，在研管线丰富.....	12
2.3 中药国际化先行者，复方丹参滴丸海外实验持续推进.....	14
3 围绕心脑血管领域，丰富的中药产品响应市场需求.....	15
4 化学药与生物药的快速协同发展.....	18
4.1 化学药表现稳健，他达拉非快速放量.....	18
4.2 普佑克带动生物药板块增长.....	19
5 盈利预测及投资建议.....	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 投资建议.....	23
风险提示：.....	24
财务报表与盈利预测.....	25

图表目录

图表 1 天士力的主要业务板块	5
图表 2 天士力的部分产品群	5
图表 3 天士力的发展历史	6
图表 4 天士力股权结构图	7
图表 5 天士力部分管理人员情况	7
图表 6 2013-2022Q3 天士力营业收入与扣非归母净利润情况	8
图表 7 公司医药工业板块的收入围绕 65 亿元小幅波动	9
图表 8 2015-2022Q3 天士力产品收入结构（亿元）	9
图表 9 2015-2022Q3 天士力各类产品毛利率情况	9
图表 10 2013-2022Q3 天士力利润端情况	10
图表 11 2013-2021Q3 天士力费用率情况	10
图表 12 中药创新药受到国家政策的大力支持	10
图表 13 近两年大批新药上市	11
图表 14 已上市创新药概况	11
图表 15 天士力 2022H1 部分中药在研管线情况	13
图表 16 研发支出情况	14
图表 17 研发人员数量与增长情况	14
图表 18 复方丹参滴丸出口时间表	14
图表 19 中药板块收入较稳定	15
图表 20 城乡居民因心血管病导致的死亡率逐年增长	16
图表 21 心血管病住院人数快速增长	16
图表 22 公司三大中药基药产品销售情况	17
图表 23 公司在心脑血管领域的重要中药产品	17
图表 24 水林佳销售情况	18
图表 25 肝病类药物销售情况	18
图表 26 蒂清产品市场受挫	19
图表 27 普佑克作用机制	20
图表 28 普佑克效果良好且安全性高	20
图表 29 生物药板块的快速增长	21
图表 30 业绩拆分（百万元）	21
图表 31 可比估值对比表	22

1 三十年征程，成就现代中药现代化领军企业

天士力医药集团股份有限公司（简称“天士力”，股票代码：600535.SH）创建于1994年，于2002年在上交所上市，是现代中药国际化领军企业。公司致力于发展成为中国领先、具有全球影响力的医药及健康服务集成方案提供者。

公司积极推动中医药与现代医学融合发展，持续聚焦中国市场容量最大、发展最快的心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域。通过多年不断地发展与对业务板块的扩张，公司在全球拥有20余家科研中心和11个生产基地，形成了现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局，已成为中药创新药的龙头企业。

图表 1 天士力的主要业务板块

创新驱动的持续性业务发展

		
现代中药	生物药	化学药

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 天士力的部分产品群

药物类别	心脑血管用药	抗肿瘤用药	感冒发烧用药	肝病治疗用药
中药	复方丹参滴丸			
	芪参益气滴丸			
	养血清脑丸/颗粒		穿心莲内酯滴丸	
	注射用益气复脉（冻干）		痰咳净滴丸	
	安宫牛黄丸		柴胡滴丸	
	注射用丹参多酚酸		板蓝根泡腾片	
	...			
化药	赖诺普利氢氯噻嗪片			
	苯扎贝特片			
	注射用盐酸地尔硫草	替莫唑胺胶囊（蒂清）		
	赖诺普利胶囊	吉非替尼片		水飞蓟宾胶囊（水林佳）
	盐酸苯海索片	氟他胺片		
	替米沙坦片			
	舒必利片			
生物药	注射用重组人尿激酶原（普佑克）			

资料来源：公司官网，华安证券研究所

自公司 1994 年成立以来，公司的业务不断拓展，其发展历程可被归纳为三个阶段：

● **1994-2010 年：品牌初创，打造重点产品形成核心竞争力**

天士力的前身天使力联合制药公司于 1994 年成立，创始人闫希军先生和吴迺峰女士研制出了其成名产品也是当今的重点产品“复方丹参滴丸”，以一个科研成果带动一家企业的崛起。为了长远地发展，2002 年天士力在上交所挂牌上市，并于 2003 年复方丹参滴丸的销售额超过 10 亿元。2004 年，新药物蒂清（替莫唑胺胶囊）获得新药证书和生产批件，标志公司正式进军化学药领域。2010 年，复方丹参滴丸完成美国 FDA 二期临床试验，实现现代中药国际化的里程碑式突破。

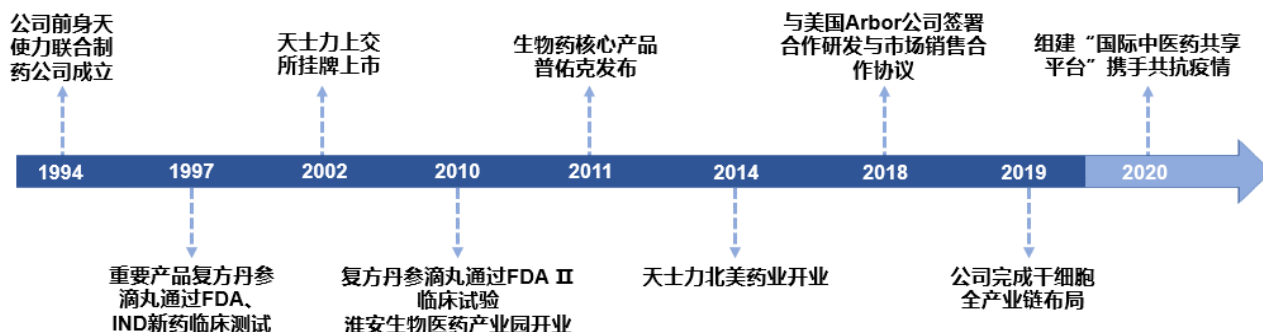
● **2011-2018 年：高速发展，全面布局各大类药物市场**

2011 年，天士力宣布国家一类生物溶栓新药“普佑克”上市，实现我国生物创新药的重大突破。而后在 2016 年，天士力打造了丹参滴丸的数字化车间，构建了智能化平台体系，并以此获得工信部的“智能制造试点示范”称号。同年天士力与美国制药企业 Arbor 公司签订了复方丹参滴丸的合作研发与销售协议，这是第一例与海外医药公司合作开发并销售的复方中药。

● **2019-2022 年：蒸蒸日上，抓住行业发展机遇**

2021 年，天士力获得“中国医药研发 50 强”、“中国医药最具成长力产品品牌”等称号。2022 年，天士力拥有了涵盖 92 款在研产品的研发管线，其中包括 43 款已进入临床阶段的药品。

图表 3 天士力的发展历史

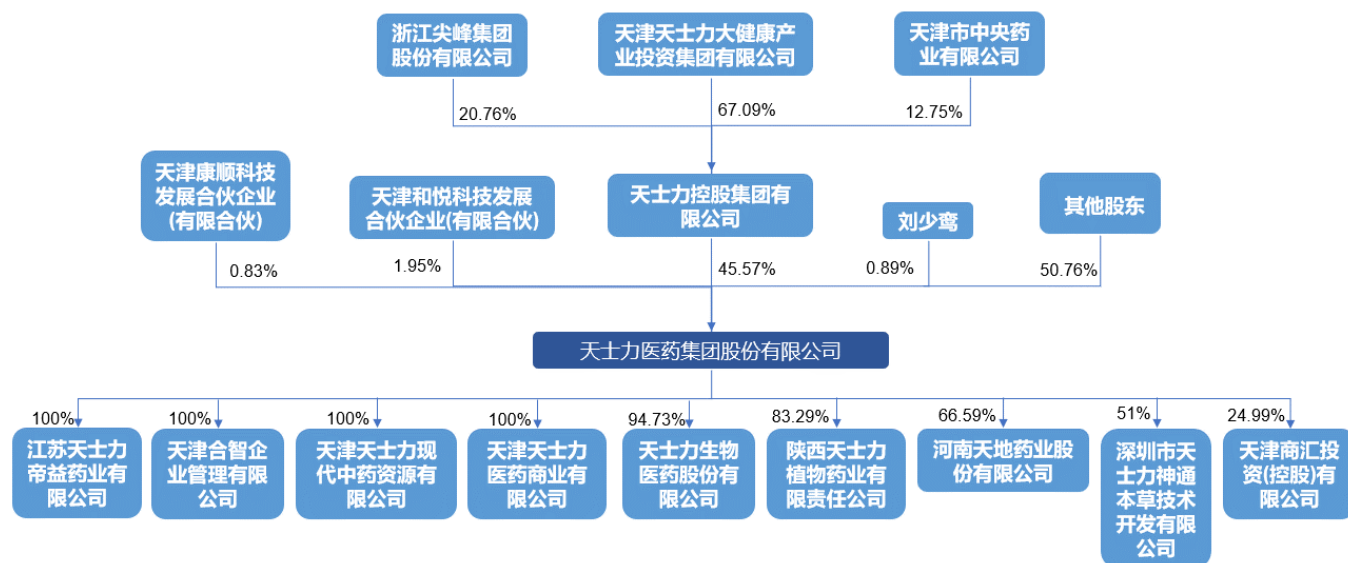


资料来源：公司官网，华安证券研究所

天士力医药的控股股东为天士力控股集团，持有公司 45.57%的股权；该公司是天士力大健康产业投资集团下属子公司。天士力医药的实控人为董事长闫凯境。

天士力医药的其他股东相对持有股份较少，均不超过 2%；其中第二大股东天津和悦科技发展合伙企业持有公司 1.95%的股份。公司下辖 33 家子公司，分别有全资子公司负责中药、化药制剂、化学原料药和生物药等板块的运作，也有参股公司负责金融投资方面的业务。

图表 4 天士力股权结构图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司董事会与高管团队相对稳定。全体董事会成员均有在天士力医药母公司或子公司工作的相关经验，且有成员在行业协会、企业家协会、专家技术委员会等政府或非政府组织中兼职；天士力管理层人员则拥有深厚的行业基础与过硬的专业能力，在医药领域从业时间较长、经验丰富。下表显示了部分高管的情况：

图表 5 天士力部分管理人员情况

姓名	职务	个人简介
闫凯境	董事长	曾任本公司董事、总经理，天士力控股集团副总裁。现任公司董事长，天士力控股集团董事局主席，兼任中华全国工商业联合会第十二届执行委员会常务委员、APEC 中国工商理事会理事等职务。
蒋晓萌	副董事长	曾任浙江尖峰药业有限公司总经理、董事长、尖峰集团股份有限公司总经理等职务。现任公司副董事长，天士力控股集团副董事长，兼任浙江省建材工业协会会长、浙江省商会副会长、浙江省企业家协会副会长、浙江省医药行业协会副会长等职务。
孙鹤	副董事长	曾任美国食品药品监督管理局（FDA）转化医学和计量药理学首席科学家和新药评审主审官、天士力控股集团有限公司董事。现任公司副董事长、天士力控股集团有限公司全球副总裁，兼任中国定量药理学会常务理事、中国药理学会理事、国家中医药标准化专家技术委员会委员，同时还兼任天津大学药学院客座教授、上海交通大学医学院教授、美国 University of the Pacific 大学药学院客座教授等职务。
苏晶	董事、总经理	曾任北京协和医院外科医生、天士力集团广告公司市场部经理、天士力北京医药有限公司总经理、天士力营销集团有限公司市场策划板块总经理、天士力医药商业有限公司总经理、天士力医药集团股份有限公司常务副总经理。现任公司董事、总经理。
于杰	董事会秘书、副总经理	曾任华为公司品牌管理部部长、中国媒体事务部部长、中国民生投资股份有限公司集团董事局品牌管理办公室主任。现任公司副总经理兼董事会秘书。
魏洁	财务总监	曾任公司管理会计部财务经理、天津天士力现代中药有限公司财务经理、公

司财务总监助理等职务。现任公司财务总监。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

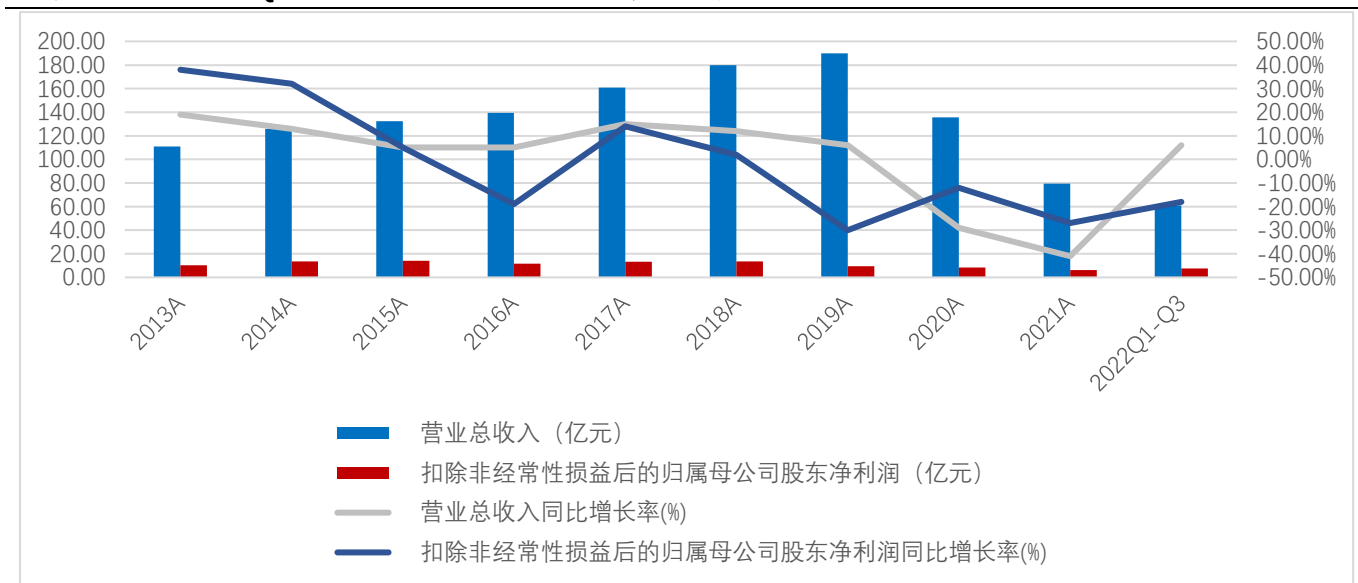
公司的营收规模从 2013 年的 111.08 亿元增长到了 2019 年的 189.98 亿元，六年复合增速高达 9.3%，而后则逐步下滑到 2021 年的 79.52 亿元，在长达两年的收入减少后于 2022 年前三季度终于迎来同比 6% 的上涨，达到 61.01 亿元；扣非归母净利润则从 2013 年的 10.20 亿元增长到了 2018 年的 13.44 亿元并达到历史最高水平，而后下降的态势则持续到 2022 年前三季度，扣非归母净利润为 7.69 亿元。

- 2020 年以来公司营收下滑的重要原因：1) 新冠疫情的影响以及 2) 2020 年 8 月处置天士营销股权的影响，这使医药商业收入下降幅度超过 43%，致使总体营业收入下降 29%；公司出售经营医药商业业务子公司的原因是公司难以在医药流通行业实现跨越式发展，而出售该类资产有助于聚焦医药制造主业、提升毛利率。
- 2021 年营收下降 41% 的原因则是 1) 处理天士营销股权的影响在延续且 2) 蒂清产品中标集采新价格下降 52.73%；负面影响在 2022 年得以基本消除，由此营收端回暖，其中中药收入同比增长 7.4%，生物药增长 2.14%，化学药克服集采降价影响营收也在回升，销量稳定在降价前的水平。

利润端来看，2019 年公司扣非归母净利润下降 30%，主要系：1) 公司工业收入下降与；2) 对权益法核算的 I-MAB 公司公允价值变动损失所致。2020-2021 年公司受新冠疫情以及医疗体制深化改革影响，扣非归母净利润持续下滑；2022 年归母净利润的减少则是公司持有的 I-MAB、科济药业等金融资产公允价值比同期下降 10.73 亿元所致，其中 I-MAB 市值从 38 亿美元下降到 3.3 亿美元，科济药业从 156 亿港元下降为 63 亿港元。除此之外，创新药的研发对投入要求较高，随着创新药管线的增加，利润端收到的冲击较大。

根据公司最新的《2022 年度业绩预告》，预计 2022 年全年归母净利润为 -3.35 亿元至 -1.79 亿元，同比减少 108% 至 114%；扣非归母净利润为 6.68 亿元到 7.73 亿元，同比增加 10% 到 27%。由此可见排除金融资产价值下降的因素后，公司实际业务水平正在稳步提升，盈利能力不断增强。

图表 6 2013-2022Q3 天士力营业收入与扣非归母净利润情况

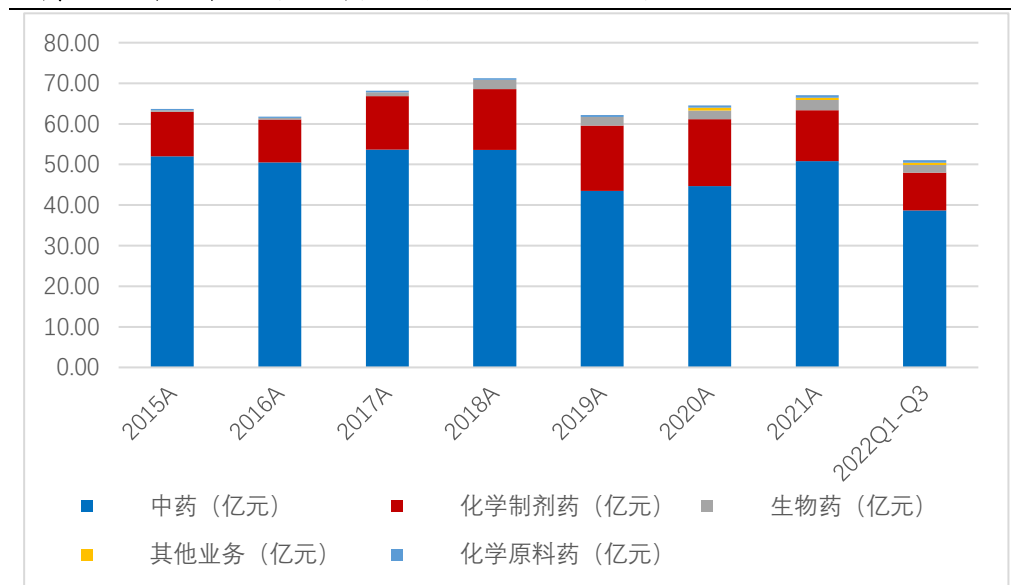


资料来源：公司年报，华安证券研究所

在收入结构方面，2020 年以前天士力营收端以医药商业（主要业务为医药流通等）为主，其占比在总体收入的 50%-67% 间浮动，在 2019 年达到 127.17 亿元；但该板块因为医药商业重要子公司天士营销的股权被全部出售，其收入自 2020 年开始下降，截止 2022 年前三季度其占比仅为 16.36%。

相比之下，中药的营收额较稳定，在 2015-2021 年间保持在 43 亿元到 53 亿元的区间。化学制剂药板块收入从 2015 年的 10.96 亿元增长到 2020 年的 16.47 亿元，年均复合增长率为 8.5%；但在 2021 年受替莫唑胺胶囊（蒂清）集采价格大幅下降影响，其收入仅为 12.55 亿元。生物药板块收入则稳定上涨，从 2015 年的 0.35 亿元提升至 2021 年的 2.51 亿元，未来将成为支撑公司收入板块。

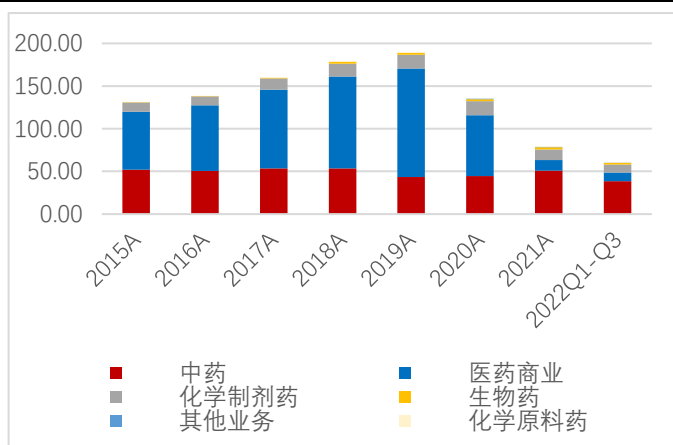
图表 7 公司医药工业板块的收入围绕 65 亿元小幅波动



资料来源：ifind，华安证券研究所

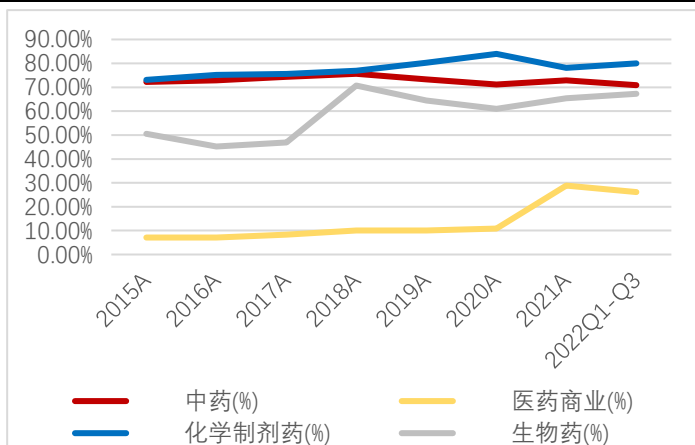
在利润端，化学制剂药与中药产品的毛利较高且保持稳定，2022 年前三季度时期分别为 80.05% 与 70.87%，对公司总体毛利贡献超过 85%。医药商业板块毛利率在出售天士力营销低毛利产品服务后快速爬升至 28.85%。近年来公司整体盈利水平缓慢上升。

图表 8 2015-2022Q3 天士力产品收入结构 (亿元)



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 9 2015-2022Q3 天士力各类产品毛利率情况

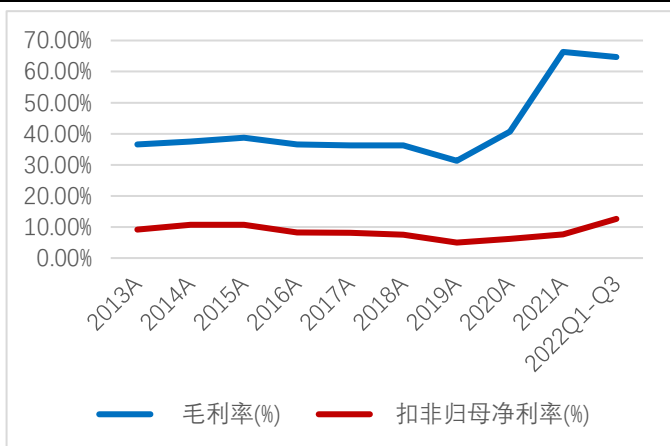


资料来源：ifind，华安证券研究所

近年来,天士力的毛利率情况良好,其毛利率从2013年的36.54%增长到2022年前三季度的64.70%,年均复合增长率为6.6%。在2013到2018年其毛利率围绕36%上下波动;2019年公司毛利率受低毛利率板块医药商业大幅增长影响下降到31.3%,盈利能力并未下降;2020年时公司出售医药商业板块业务致使总体毛利率快速提升,2021年毛利率为66.3%。公司的扣非净利率情况在2019年前呈现类似趋势,在5%-10%间波动;2019年后扣非净利率快速上涨,截止2022年前三季度达到了12.6%的水平。

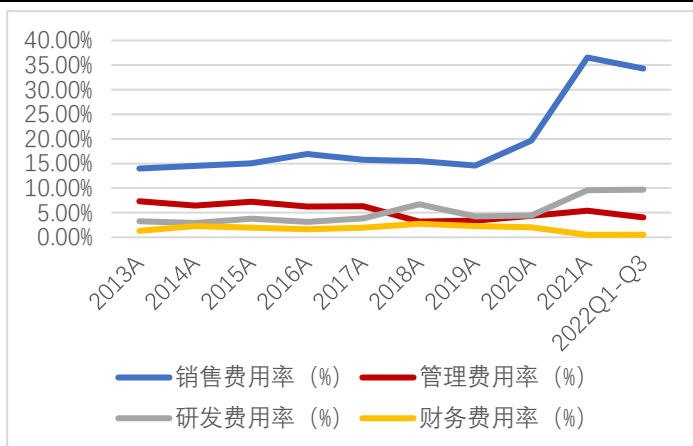
相应的,随着公司毛利率的稳步提升和净利率的波动,公司的费用率整体也呈上升趋势。销售费用率整体从2013年的13.98%增长到2021年的36.54%,其中2013-2019年整体保持稳定在15%的水平,而由于营收的下滑,它在2020年与2021年快速上涨。公司也日益重视研发,对研发的投入从2013年的3.28%增长到2021年的9.57%。

图表 10 2013-2022Q3 天士力利润端情况



资料来源: ifind, 公司年报, 华安证券研究所

图表 11 2013-2021Q3 天士力费用率情况



资料来源: ifind, 公司年报, 华安证券研究所

2 乘中药创新药发展东风, 构筑“四位一体”研发平台, 进军国际化走在前列

2.1 重磅政策接踵而至, 推进中药创新药加速发展

中药创新药的利好政策频出, 国家愈发支持中药创新发展。2016年,《中华人民共和国中医药法》立法, 为弘扬中医药文化、支持创新药发展提供了法律依据。2021年医保局与中医药管理局《国家医疗保障局国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》, 进一步肯定了中医药创新传承发展路线, 推进和支持中医药行业发展。

图表 12 中药创新药受到国家政策的大力支持

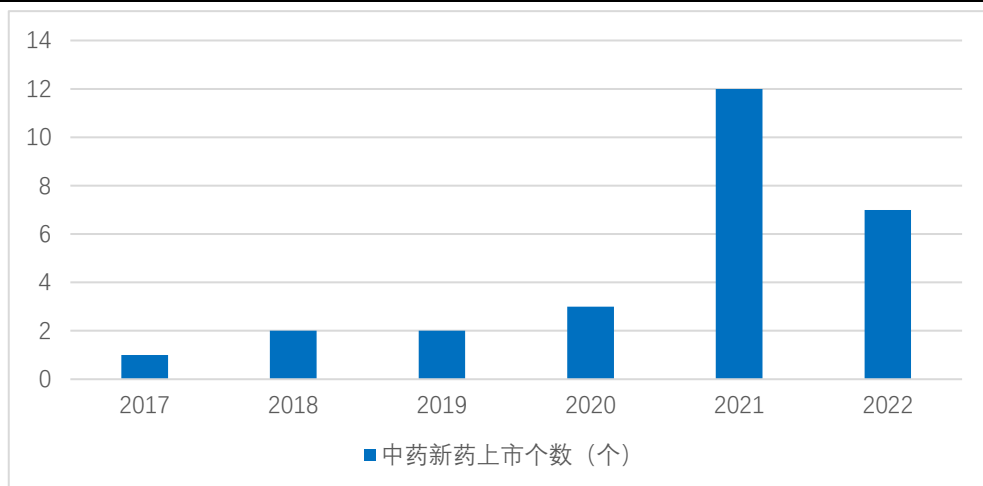
发布时间	政策名称	支持中药创新药发展的相关内容
2016年12月25日	《中华人民共和国中医药法》	发展中医药事业应当遵循中医药发展规律, 坚持继承和创新相结合, 保持和发挥中医药特色和优势, 运用现代科学技术, 促进中医药理论和实践的发展。

2018年8月30日	《中药品种保护条例》	国家鼓励研制开发临床有效的中药品种，对质量稳定、疗效确切的中药品种实行分级保护制度。
2019年10月20日	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	优化人才成长途径，通过学科专科建设、重大科研平台建设和重大项目实施等，培养造就高水平中医临床人才；支持鼓励儿童用中成药创新研发；支持企业、医疗机构、高等学校、科研机构等协同创新，完善中医药产学研一体化创新模式。
2020年6月24日	《中国药典（2020年版）》	针对中药饮片的质量标准进行了相应提高。
2020年12月25日	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	从质量安全监管、审评审批机制等方面为中药创新提供了指导思想。
2021年12月14日	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录；简化新增中医药创新项目审核程序，开辟绿色通道；优先将国家发布的中医优势病种纳入按病种付费范围；加强中医药服务价格管理；健全综合监管制度，适应中医药服务管理特点。
2022年3月3日	《“十四五”中医药发展规划》	提出应加强对中医药创新的支持力度，加强基于古代经典名方、名老中医经验方、有效成分或组分等的中药新药研发；同时建设国家级中医药研究平台，推进国家中医药传承创新中心、国家中医临床研究基地和中国中医药循证医学中心建设。
2023年2月10日	《中药注册管理专门规定》	在药品注册管理通用性规定的基础上，进一步对中药研制相关要求细化，加强了中药新药研制与注册管理工作。

资料来源：国家药监局，国家中药局，新华网，华安证券研究所

2021年中药创新药集中爆发，共有12款新药获批上市；2022年，国家药监局共批准7个中药新药上市。尽管2022年获批中药新药数量较2021年有所下滑，但国内药企对中药新药研发热情仍在持续上升。

图表 13 近两年大批新药上市



资料来源：药智网，米内网，华安证券研究所

图表 14 已上市创新药概况

药品名称	注册分类	企业名称	适应症	上市年份
淫羊藿素软胶囊	中药 1.2	坤诺基	抗肿瘤	2022
广金钱草总黄酮颗粒	中药 1.2	光谷人福	结石	2022
散寒化湿颗粒	中药 3.2	康缘药业	呼吸道疾病	2022
黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	中药 5	康恩贝	口腔溃疡	2022

苓桂术甘颗粒	中药 3.1	康缘药业	呼吸道疾病	2022
芪胶调经颗粒	中药 6.1	安邦制药	妇科经期失调	2022
参葛补肾胶囊	中药 1.1	华春药业	抑郁症	2022
七蕊胃舒胶囊	中药 1.1	健民药业	轻中度慢性非萎缩性胃炎	2021
虎贞清风胶囊	中药 1.1	一力制药	轻中度急性痛风性关节炎(湿热蕴结证)	2021
苏夏解郁除烦胶囊	中药 1.1	以岭药业	轻中度抑郁症	2021
清肺排毒颗粒	——	片仔癀药业	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)	2021
化湿败毒颗粒	——	广东一方	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)	2021
宣肺败毒颗粒	——	步长制药	新型冠状病毒肺炎 (COVID-19)	2021
坤恰宁颗粒	中药 1.1	天士力	女性更年期综合征	2021
芪蛭益肾胶囊	中药 1.1	凤凰制药	早期糖尿病肾病气阴两虚证	2021
玄七健骨片	中药 1.1	方盛制药	轻中度膝骨关节炎	2021
银翘清热片	中药 1.1	康缘药业	外感风热型普通感冒	2021
益智安神片	中药 6	以岭药业	失眠症	2021
益气通窍丸 (曾用名: 芪丹鼻敏丸)	中药 6	东方华康医药	季节性过敏性鼻炎	2021
连花清咳片	中药 6.1	以岭药业	急性气管-支气管炎	2020
筋骨止痛凝胶	中药 6.1	康缘药业	膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证	2020
五和博澳药业				
桑枝总生物碱片	中药 5	业	II 型糖尿病	2020
芍麻止痉颗粒 (曾用名: 止动颗粒)	中药 6.1	天士力	肝亢风动、痰火内扰所致的抽动症	2019
小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.2	方盛制药	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽等症	2019
金蓉消癖颗粒	中药 6.1	康源药业	乳腺增生症痰瘀互结、冲任失调证	2018
关黄母颗粒 (曾用名: 更舒颗粒)	中药 6.2	万通药业	更年期综合征 (绝经前后诸证)	2018
丹龙口服液	中药 3	康德药业	中医热哮证	2017

资料来源: 药智网, 米内网, 华安证券研究所

2.2 构筑“四位一体”研发平台, 在研管线丰富

公司打造了自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”研发模式。截止 2022 年上半年已经涵盖了 92 款在研产品的研发管线, 其中包括 45 款 1 类创新药, 并有 43 款药品已进入临床阶段 (18 款已处于临床 II、III 期研究阶段)。

公司主要在心脑血管、消化代谢、肿瘤、中枢神经四个疾病领域布局研发管线, 发挥协同优势, 不断丰富现代中药、生物药和化学药的产品组合。

- 在心脑血管领域, 公司全面围绕疾病过程周期布局产品: 在心脑血管在研管线覆盖高脂血症、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。公司在研管线共布局 20 款产品, 涉及心衰心梗、急性缺血性脑卒、

急性脑卒中急性期、脑卒中恢复期等领域，包括髓祥利尿剂托拉塞米注射液、中风回语颗粒等项目；

- 在消化代谢领域，公司聚焦于糖尿病及并发症：共布局 16 款在研项目，目前典降糖药物盐酸二甲双胍片已通过一致性评价；
- 在肿瘤领域，公司优化在研管线，重点关注肿瘤免疫治疗和肿瘤靶向治疗领域：共布局 22 款在研品种，不断拓展产品面，依托上海赛远生物科技、台湾圆祥生命科技等子公司开展单抗、双抗药物研究；
- 在中枢神经及呼吸系统领域，公司已开始进入赛道，研发多个产品：针对抑郁、癫痫、帕金森、失眠等领域公司均有自主研发或合作项目，其中盐酸丙卡特罗口服溶液已进入申报生产阶段。

图表 15 天士力 2022H1 部分中药在研管线情况

药物名称	药物类型	临床适应症	临床阶段
安神颗粒	中成药 6 类	失眠症	三期临床
复方丹参滴丸心绞痛（国际注册）	中成药 1.1 类	心绞痛	三期临床
复方丹参滴丸 AMS（国际注册）	中成药 1.1 类	急性高山症	三期临床
脊痛宁胶囊	中成药 6.1 类	脊柱关节炎属肾阳亏虚	三期临床
三黄睛视明丸	中成药 6.1 类	年龄相关性黄斑变性	二期临床
连夏消痞颗粒	中成药 6.1 类	消化不良	二期临床
中风回语颗粒	中成药 6.1 类	缺血性脑卒中	二期临床
肠康颗粒	中成药 6.1 类	腹泻型肠易激综合征	二期临床
苏苏小儿止咳颗粒	中成药 6.1 类	儿童普通感冒所致咳嗽	二期临床
香橘乳癖宁胶囊	中成药 6 类	乳腺增生症	二期临床
芪苓温肾消囊颗粒	中成药 6 类	多囊卵巢综合征	二期临床
胡黄连总苷颗粒	中成药 5 类	非酒精性脂肪性肝炎	二期临床
养血清脑 AD	中成药 1 类	轻中度阿尔茨海默病	二期临床
芪参益气心衰	中成药 2.3 类	射血分数保留性慢性心力衰竭	二期临床
加参片	中成药 6 类	冠心病所致慢性心力衰竭	一期临床
九味化斑丸	中成药 1.1 类	中度斑块型银屑病血热证和血瘀证	一期临床
PXT3003	化药 2.3 类	1A 型腓骨肌萎缩症（CMT1A）	三期临床
PARP 抑制剂	化药 1 类	乳腺癌	二期临床
JS1-1-01 片	化药 1 类	抑郁症	一期临床
注射用重组人尿激酶原急性缺血性脑卒中	生物药 2.2 类	急性缺血性脑卒中	三期临床
安美木单抗	生物药 1 类	晚期结直肠癌三线及以上	二期临床
FR α 靶点 ADC	——	卵巢癌和子宫内膜癌	一期临床（美国）
培重组人成纤维细胞生长因子 21	生物药 1 类	2 型糖尿病（T2DM）和非酒精性脂肪肝炎（NASH）	一期临床
PDL1/VEGF 双抗	生物药 1 类	晚期实体肿瘤	一期临床

资料来源：公司公告，米内网，华安证券研究所

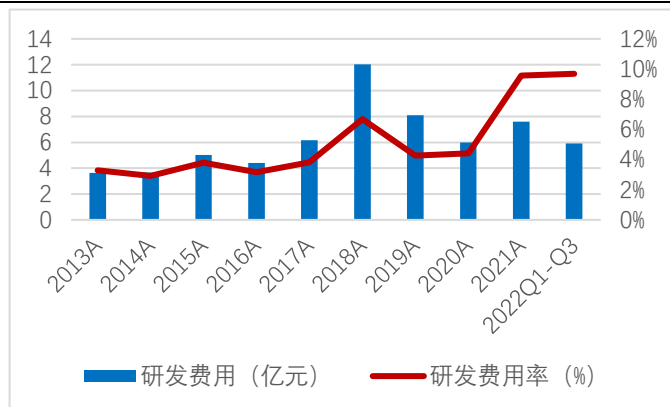
研发投入逐渐回升，研发人员数量持续增长

研发比重回升，重视创新类药物。公司在 2013-2018 年研发费用不断提升，从

3.64 亿元增长至 12.02 亿元，年均复合增长率高达 26.98%；2019 年与 2020 年受净利率下滑、营业收入大幅下降影响，研发投入降至 6 亿元，在 2021 年公司业绩好转的同时研发投入同步上涨至 7.61 亿元。天士力通过自主研发与合作并行持续丰富产品线，着重投入心脑血管、肿瘤防治等方面药剂研发，成为公司未来增长看点。

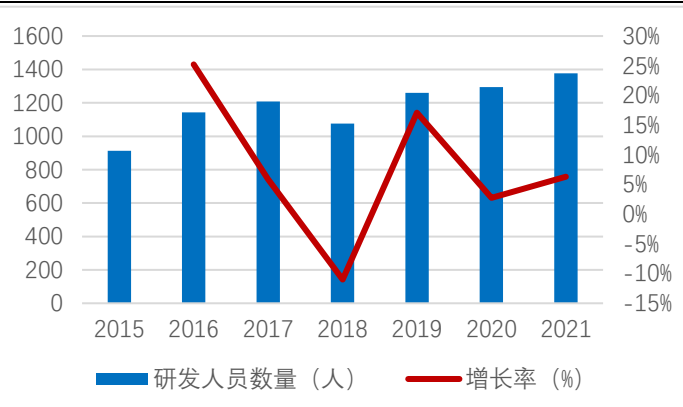
在研发投入波动的同时研发人员数量却在持续上升，公司不断加快研发人才梯队建设，截止 2021 年时公司共有 1377 名研发人员，占公司总人数的 14.59%。对于研发人员的大量投入使研发团队创新意识强，能够高质量、高效率地完成产品研发任务。

图表 16 研发支出情况



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 17 研发人员数量与增长情况



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2.3 中药国际化先行者，复方丹参滴丸海外实验持续推进

1994 年，天士力复方丹参滴丸创立“现代中药”这一新概念，成为中医药现代化国际化领军者；1998 年天士力开始谋划复方丹参滴丸出口并获得了 FDA 资质，致力于打造第一款出口中药产品。经过超过 20 年的临床研究与申报过程，虽然复方丹参滴丸在 II 期研究达到主要终点，但是在 III 期研究中未达到与 II 期研究设定相同的主要终点，对此 2017 年天士力需增补 6 周统计显著的验证性临床实验，作为新药批准的依据。2018 年天士力与美国 Arbor 公司共同进行复方丹参滴丸的临床开发研究和药政申报工作。2021 年，复方丹参滴丸仍在进行临床三期试验。

图表 18 复方丹参滴丸出口时间表

时间	出口阶段
1998	复方丹参滴丸(T89)申报 FDA 获得 IND 资格
2006	复方丹参滴丸(T89)获得二期、三期 IND 资格
2008	开启复方丹参滴丸(T89)二期 FDA 临床试验
2012	开启复方丹参滴丸(T89)三期 FDA 临床试验
2016	三期试验结果披露
2017	试验需增补统计显著的验证性数据
2021	持续进行三期临床试验

资料来源：公司公告，新浪财经，华安证券研究所

公司于 2021 年完成了预防及治疗急性高原反应 (AMS) 相关三期临床试验准备工作，开始受试者入组，正式开展 FDA 的三期临床试验。

复方丹参滴丸预防和缓解急性高原反应的国内试验于 2015 年开展临床试验并

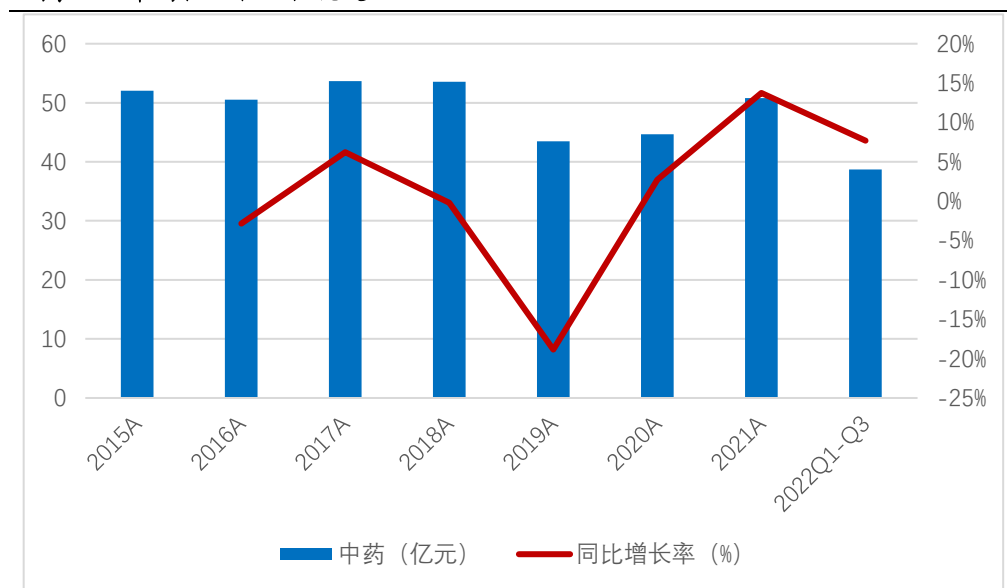
顺利完成。临床试验结果验证了复方丹参滴丸可有效减轻平原世居人群急进高海拔地区出现的急性高原反应临床症状,复方丹参滴丸组在关键时点(进入高原环境 24h)临床症状综合评估以及头晕/眩晕、睡眠障碍等主要临床症状改善程度均优于对照组,具有统计学意义 ($p<0.05$)。且药物的安全性较好,临床试验过程中,所有受试者血常规、尿常规、血压、心率、肝功能、肾功能等安全性指标均在正常范围内;此外试验组无严重不良事件发生。于 2018 年复方丹参滴丸增加预防和缓解急性高原反应适应症取得军队特需药品批件,被纳入军队合理医疗用药范围。

3 围绕心脑血管领域,丰富的中药产品响应市场需求

天士力以复方丹参滴丸为品牌,持续加强现代中药研发及大品种二次开发,聚焦药品全生命周期管理,实现心脑血管现代中药的领先优势。

2015-2018 年,公司的中药板块收入稳定在超过 50 亿元的水平并有小幅波动;2019、2020 年受中药核心产品复方丹参滴丸销量持续下滑影响,其收入分别降低至 43.48 和 44.66 亿元;2021 年中药营收大幅回升,再次超过 50 亿元。

图表 19 中药板块收入较稳定



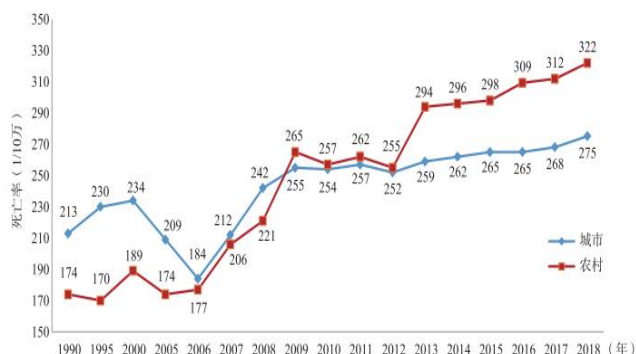
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

心血管大市场, 丰富的中药产品响应市场需求

尤其是在心脑血管领域,公司在有关心脑血管疾病预防、治疗及康复的各个环节共布局 22 款创新药产品,使公司在中国心脑血管创新药领域处于领先地位。

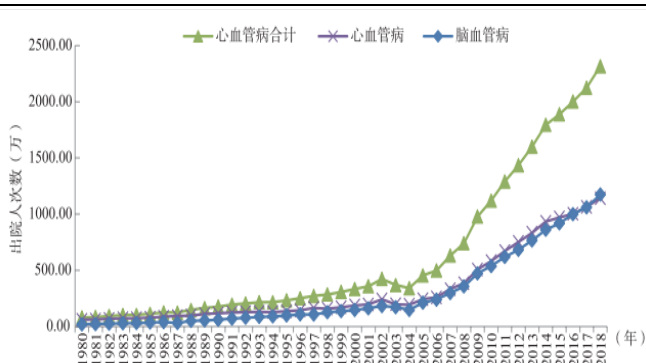
据《中国心血管健康与疾病报告 2020》统计,中国心脑血管患病率处于持续上升阶段,推算 CVD 现患人数超过 3.3 亿人;而另一方面,城乡居民疾病死亡构成比中 CVD 占首位,截止 2018 年,农村、城市 CVD 分别占死因的 46.66%和 43.81%。在院端接受治疗人次方面,截止 2018 年中国医院心脑血管病患者出院总人次数为 2316.13 万人次,占同期出院总人次数的 12.80%,其合计住院费用则已超过 2000 亿元。由此可见,社会对心脑血管疾病药物需求量较大,市场前景广阔。

图表 20 城乡居民因心血管病导致的死亡率逐年增长



资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2020》, 华安证券研究所

图表 21 心血管病住院人数快速增长



资料来源:《中国心血管健康与疾病报告 2020》, 华安证券研究所

公司中药板块的心脑血管疾病用药核心品种是复方丹参滴丸, 主要用于治疗心绞痛等病症, 又在 2021 年结束的临床实验中荣获成功, 增加了“糖网”适应症。

复方丹参滴丸是一种中药滴丸, 是采用现代药学技术研制而成的新型速效滴丸剂, 主要包含丹参、三七和冰片三种成分, 其中丹参具有改善血流变性、抑制血小板聚集和释放的作用, 三七能增加冠状动脉灌注、降低心肌耗氧量、减少血小板聚集。药物能起到活血化瘀、理气、止痛的作用。相较于其它主治心绞痛药物, 复方丹参滴丸优势明显:

- 有效率高: 根据临床试验数据, 观察并记录患者服药后 30 min 内心绞痛改善情况、血压、心率、心电图情况, 结果显示: 服用复方丹参滴丸的观察组的总有效率为 92.94%;
- 不良反应发生概率低: 相关研究表明, 对比硝酸甘油片治疗的对照组, 复方丹参滴丸治疗不良反应发生率为 9.41%, 显著低于对照组的 53.73%, 表明硝酸甘油片与复方丹参滴丸均能有效缓解急性心绞痛的临床症状, 且复方丹参滴丸不良反应小, 值得临床推广应用;

根据 IQVIA 中国医院药品统计报告(>=100 床位), MAT 2021 Q4 中成药用于缺血性心脏病市场口服用药排名中, 复方丹参滴丸的市场份额为 14.5%, 全国排名第一; 而在心脑血管全领域成药市场中排名第二, 仅次于同仁堂的安宫牛黄丸。在营收规模方面, 180 粒包装复方丹参滴丸的中标价为 26.08-29.99 元, 2021 年共销售 1.22 亿盒, 合计营收超过 30 亿元, 占公司总营收比例近 40%。

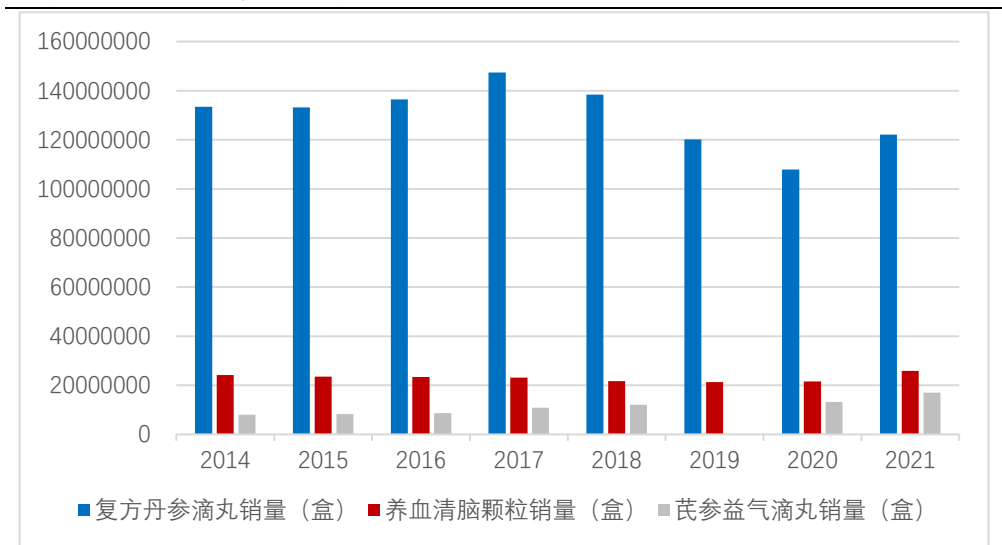
以复方丹参滴丸为核心的产品群

心脑血管领域产品丰富, 产品群以复方丹参滴丸、养血清脑丸/颗粒和芪参益气滴丸三大基药为主要品种。

- 养血清脑丸/颗粒: 养血平肝, 活血通络。用于血虚肝亢所致的头痛, 眩晕眼花, 心烦易怒, 失眠多梦。
- 芪参益气滴丸: 益气通脉、活血止痛。用于气虚血瘀型胸痹, 症见胸闷、胸痛, 气短乏力、心悸、自汗、面色少华, 舌体胖有齿痕、舌质暗或紫暗或有瘀斑, 脉沉或沉弦。与丹参滴丸互补;

据米内网数据，这三大基药产品 2021 年的合并销售额超过 50 亿元，三大基药的稳定增长驱动公司业绩增长。预计养血清脑丸/颗粒和芪参益气滴丸分别以接近 10 亿元级别和 5 亿元级别的营业收入位列公司第二、第三大中药类产品。

图表 22 公司三大中药基药产品销售情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

除此之外，芍麻止痉颗粒、安宫牛黄丸等产品均在近年来取得了较好的发展。其中芍麻止痉颗粒为 2019 年获批的中药新药，用于治疗 Tourette 综合征（抽动-秽语综合征）及慢性抽动障碍。芍麻止痉颗粒于 2020 年纳入国家医保目录，并在《精神障碍诊疗规范（2020 年版）》中将其列入可治疗抽动障碍的中成药。

图表 23 公司在心脑血管领域的重要中药产品

图示	名称	类型	主治功效	是否为国家医保、基药产品
	复方丹参滴丸	Rx	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。	医保产品，基药产品
	芪参益气滴丸	Rx	益气通脉，活血止痛。用于气虚血瘀型胸痹，症见胸闷胸痛，气短乏力、心悸、自汗、面色少华、舌体胖有齿痕、舌质暗或紫暗或有瘀斑。	医保产品，基药产品
	养血清脑丸/颗粒	Rx	养血平肝，活血通络。用于血虚肝旺所致头痛，眩晕眼花，心烦易怒，失眠多梦。	医保产品，基药产品



注射用益
 气复脉
 (冻干) Rx

益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛气
 阴两虚证，症见胸痹心痛，心悸气短、头晕目眩、
 面色少华、舌淡、少苔或剥苔，脉细弱或结代；冠
 心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证，
 症见心悸、气短甚则气急喘促，胸闷隐痛，动则汗
 出，舌淡、少苔 或剥苔，脉细弱或结代。

医保产品



注射用丹
 参多酚酸 Rx

用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻
 络证，症见半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇，偏身
 麻木等。

医保产品



安宫牛黄
 丸 Rx

清热解毒、镇惊开窍，可用于热病、邪入心包、高
 热惊厥、神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中
 毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。

非 医 保 产
 品，非基药
 产品

资料来源：国家药监局，药智网，公司官网，华安证券研究所

4 化学药与生物药的快速协同发展

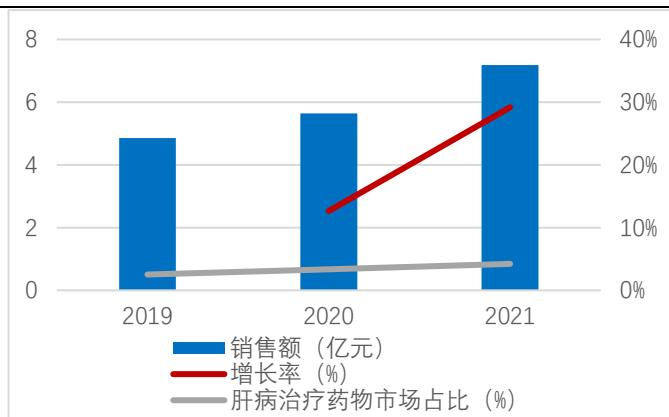
4.1 化学药表现稳健，他达拉非快速放量

公司化学药以肝病药物水飞蓟宾胶囊（水林佳）和肿瘤免疫类药物群为核心。
 而他达拉非等新兴品种的上市和高速增长也为公司的化药板块注入了活力。

水林佳为公司独家品种，是全国医保乙类品种，适用于急慢性肝炎、脂肪肝等
 肝功能异常的恢复。该产品 2021 年在中国公立医疗机构终端的销售额有较大突破，
 增速接近 30%，远超接近 6% 的肝病治疗药市场规模增速，在肝病化药（含抗脂肪
 肝药）中的产品排名及市场占比逐年提升，截止 2021 年已经达到 4.22% 的占比。

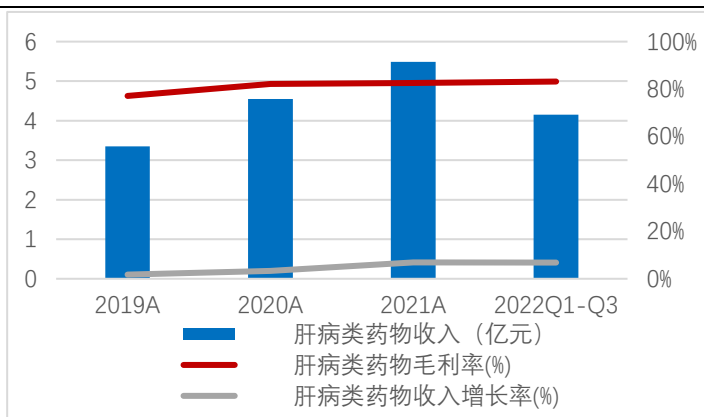
水林佳的优异表现也带动了肝病化药板块的整体增长，并使其盈利能力进一步
 提升。其营业收入从 2019 年的 3.35 亿元增长到 2021 年的 5.49 亿元，年均复合增
 长率为 28%。

图表 24 水林佳销售情况



资料来源：米内网，华安证券研究所

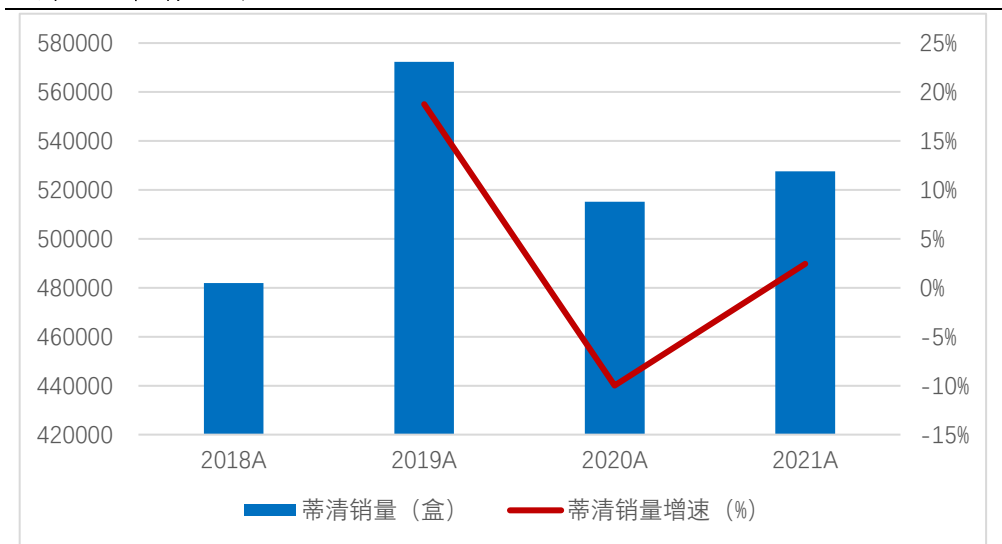
图表 25 肝病类药物销售情况



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

在其它品种中，替莫唑胺胶囊（蒂清）表现稳定，新品种他达拉非片、米诺膦酸片则可能呈放量态势。其中蒂清是用于辅助放疗治疗多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤的化疗药物，它在 2019 年销售量达到巅峰的 57.2 万盒，销售额约 10 亿元；但由于市场竞争愈发激烈，双鹭药业、特瑞药业等竞争对手在近两年陆续上市了蒂清产品，又受到医保控费和招标模式改革改革的影响，其中标价有所下调，所以在 2021 年其销量仅为 52.7 万盒，估计规模体量约 2 亿元。

图表 26 蒂清产品市场受挫



资料来源：公司年报，华安证券研究所

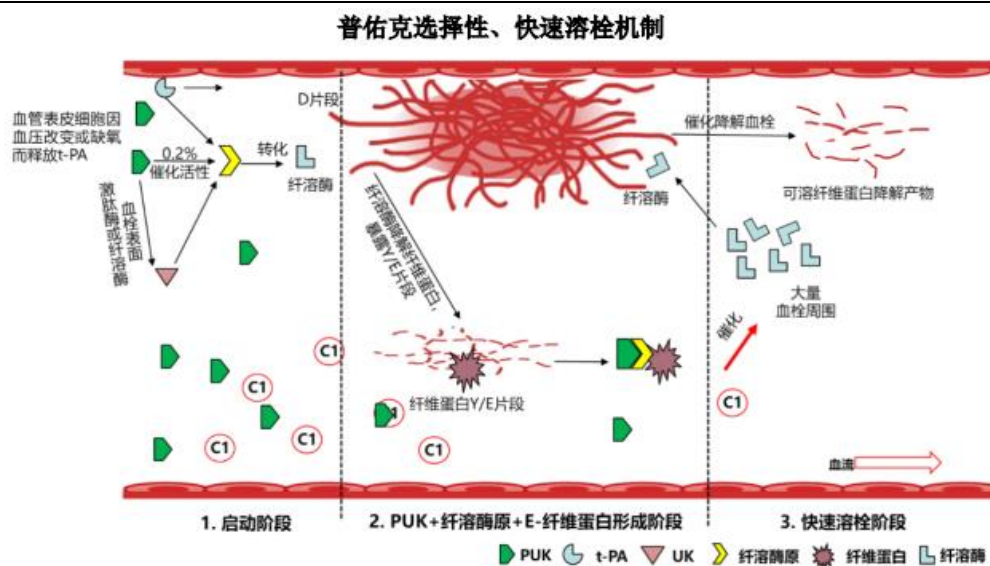
他达拉非片是 2019 年底上市的磷酸二酯酶 5 型抑制剂仿制药，用于治疗男性的勃起功能障碍，目前已进入《中国肺动脉高压诊断与治疗指南（2021 版）》。根据米内网数据显示，公司的他达拉非片上市后快速放量，2021 年在中国城市实体药店终端的销售额突破 1 亿元，同比增长超过 1000%。

4.2 普佑克带动生物药板块增长

生物药领域，公司主要的上市品种是新一代特异性溶栓药物普佑克；该药物属于国家 1 类新药，已被纳入国家医保产品。

普佑克是一种特异性的纤溶酶原激活剂，能够直接激活血栓表面的纤溶酶原转变为纤溶酶。在循环系统中普佑克表现相对非活性状态，对血浆内源性纤溶酶原影响很小，主要在血栓表面被激肽释放酶或纤溶酶激活，部分变成双链尿激酶，后者激活结合在血栓表面构型有所改变的纤溶酶原变成纤溶酶，使血栓纤维蛋白部分溶解。当血栓纤维蛋白暴露出 E 片段，普佑克能直接激活结合在该片段 C 端两个赖氨酸残基上的纤溶酶原，形成三元复合物“普佑克+纤维蛋白+纤溶酶原”，使普佑克活性增加 500 倍，产生大量纤溶酶使血栓纤维蛋白迅速降解，血栓溶解。

图表 27 普佑克作用机制



资料来源：天士力生物招股说明书，华安证券研究所

普佑克的药物疗效也在第二代溶栓剂中处于第一梯队，其临床实验结果显示，普佑克在对急性心肌梗死病人血管开通率达到 85% 的同时，较大程度地降低了体内出血风险，颅内出血率仅为 0.29%，这使其在安全性和疗效方面均达到了国内领先水准，并以此被纳入医保和《急性冠脉综合征急诊快速诊治指南》、《急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用药指南》等多部指南推荐用药。

图表 28 普佑克效果良好且安全性高

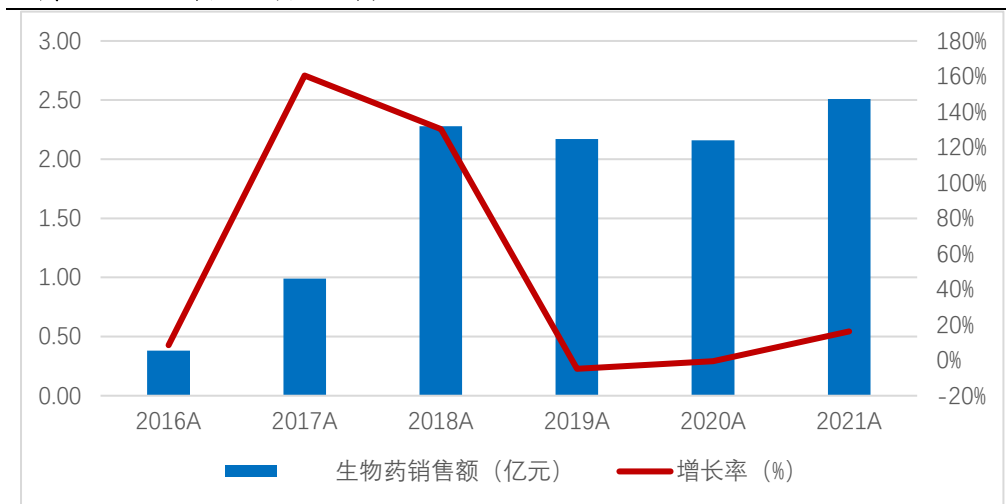
药品名称	注射用 重组链 激酶	注 射 用 尿 激 酶	注射用重组组 织型纤溶酶原 激活剂（阿替 普酶）	注射用重组人组 织型纤溶酶原激 活剂 TNK 突 变 体（替奈普酶）	注射用重组纤溶酶 原激活剂（瑞替普 酶）	注射用重 组人尿激 酶原（普 佑克）	
国内上市时间	1998	1989	2006	2015	2003	2007	2011
研发者	万邦医 药等	枫华 制药	勃林格殷格 翰	铭康生物	爱德药业	昂德 药业	天士力 生物
90 分钟时梗塞 动脉通畅程度	50%	53%	79%	82%	83%		85%
心肌梗死溶栓 治疗血流分级 （TIMI）3 级	32%	28%	54%	60%	60%		60%
颅内出血率	1.30%	3%	0.9%—3%	1%—3%	0.91%		0.29%
是否为医保产 品	是	是	是	否	否	是	是
是否为指南推 荐用药	否	是	是	是	是	是	是

预计单次治疗 费用 (元)	1028	270	10182	6950	4277	2798	5080
------------------	------	-----	-------	------	------	------	------

资料来源：天士力生物招股说明书，华安证券研究所

近年来，以普佑克为代表的生物药板块的销售额正在稳步提升，其营业收入从 2016 年的 0.38 亿元增长到 2021 年的 2.51 亿元，年均复合增长率为 46%。

图表 29 生物药板块的快速增长



资料来源：公司年报，华安证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

关键假设

- 中成药：随着疫情的影响逐步消散，公司主要中药品种将会凭借其基药优势恢复到正常水平，预计 2022~2024 年中成药收入增长为 10~15% 左右；
- 化药：受传统大品种“蒂清”集采影响，2021 年有较大幅度下滑，2022/2023 年逐步消化；另外其他品种水林佳、他达拉非开始放量，预计化药板块 2022 年 2022 会小幅下滑，2023 年持平，2024 恢复个位数增长；
- 生物药：受疫情影响，预计 2022 年增长持平；随着疫情影响消散，2023-2024 年保持 5-10% 增长水平。

图表 30 业绩拆分 (百万元)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入		13,576	7,952	8,541	9,315	10,249	11,318
	(+/-%)	-28.5%	-41.4%	7.4%	9.1%	10.0%	10.4%
营业成本		8,055	2,678	2,973	3,193	3,381	3,669
	毛利率	40.7%	66.3%	65.2%	65.7%	67.0%	67.6%

一、 中成药		4,466	5,080	5,690	6,429	7,265	8,210
	YOY	2.7%	13.7%	12.0%	13.0%	13.0%	13.0%
	占公司收入百分比	32.9%	63.9%	66.6%	69.0%	70.9%	72.5%
	成本	1,295	1,372	1,593	1,800	1,962	2,217
	毛利	3,171	3,708	4,096.5	4,629.1	5,303.5	5,993.0
	YOY	-0.1%	16.9%	10.5%	13.0%	14.6%	13.0%
	毛利率	71.0%	73.0%	72.0%	72.0%	73.0%	73.0%
二、 化学制剂药		1,647	1,255	1,218	1,218	1,279	1,343
	YOY	2.5%	-23.8%	-3.0%	0.0%	5.0%	5.0%
	占公司收入百分比	12.1%	15.8%	14.3%	13.1%	12.5%	11.9%
	成本	263.5	276.2	243.5	243.5	255.7	268.5
	毛利	1,383.6	979.2	974.2	974.2	1,022.9	1,074.0
	YOY	7.7%	-29.2%	-0.5%	0.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	84.0%	78.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
三、 生物药		216	251	251	271	293	337
普佑克	YOY	-0.4%	16.5%	0.0%	8.0%	8.0%	15.0%
	占公司收入百分比	1.6%	3.2%	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%
	成本	84.1	88.0	62.8	67.9	73.3	84.3
	毛利	131.6	163.4	188.5	203.6	219.9	252.9
	YOY	-5.1%	24.2%	15.4%	8.0%	8.0%	15.0%
	毛利率	61.0%	65.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%
四、 化学原料药		54	67	74	81	90	99
	YOY	21.2%	25.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	占公司收入百分比	0.4%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
	成本	26.3	27.6	33.3	36.6	40.3	44.3
	毛利	27.3	39.7	40.7	44.8	49.3	54.2
	YOY	31.5%	45.3%	2.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.0%	59.0%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
五、 医药商业		7,122	1,244	1,244	1,244	1,244	1,244
	YOY	-44.0%	-82.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	占公司收入百分比	52.5%	15.6%	14.6%	13.4%	12.1%	11.0%
	成本	6,338.9	883.2	995.2	995.2	995.2	995.2
	毛利	783.5	360.8	248.8	248.8	248.8	248.8
	YOY	-38.4%	-54.0%	-31.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	11.0%	29.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 31 可比估值对比表

	股票	股票	总市值	净利润 (亿元)				PE			
	代码	名称	(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	600557. SH	康缘药业	156	3. 21	4. 15	5. 24	6. 47	28	37	29	24
	002603. SZ	以岭药业	545	13. 44	17. 91	20. 67	23. 99	27	29	26	22

	002873. SZ	新天药业	37	1.01	1.25	1.63	2.07	45	29	22	18
	平均值							33	32	26	21
公司	600535. SH	天士力	193	23.59	-2.36	11.45	13.96	21		18	14
			扣非归母净利润		7.19	8.62	10.35		28	23	19

资料来源: ifind (一致预期, 2023/2/20), 华安证券研究所

5.2 投资建议

三十年征程, 成就现代中药现代化领军企业

公司拥有药物覆盖心脑血管、抗肿瘤、感冒发烧和肝脏肾病等多个领域, 已在医药工业方面形成完整产业链。通过多年不断地发展与对业务板块的扩张, 公司在全球拥有 20 余家科研中心和 11 个生产基地, 形成了现代中药、化药以及生物药三大板块协同发展的产业布局, 已成为中药创新药的龙头企业。

公司近两年的营业收入受医药商业板块出售影响较大, 但情况已经得到缓解且公司盈利能力增强、利润率有所提高, 整体业绩情况也在 2022 年开始好转。利润端受金融资产公允价值波动, 预计 2022 年全年归母净利润为 -3.35 亿元至 -1.79 亿元, 同比减少 108% 至 114%; 而扣非归母净利润为 6.68 亿元~ 7.73 亿元, 同比增加 10% 到 27%。

乘中药创新药发展东风, 构筑“四位一体”研发平台, 进军国际化走在前列

中药创新药的利好政策频出, 国家愈发支持中药创新发展。2021 年中药创新药集中爆发, 共有 12 款新药获批上市; 2022 年, 国家药监局共批准 7 个中药新药上市。尽管 2022 年获批中药新药数量较 2021 年有所下滑, 但国内药企对中药新药研发热情仍在持续上升。

公司打造了自主研发、产品引进、合作研发、投资市场许可优先权的“四位一体”研发模式, 截止 2022 年上半年已经涵盖了 92 款在研产品的研发管线, 其中包括 45 款 1 类创新药, 并有 43 款药品已进入临床阶段 (18 款已处于临床 II、III 期研究阶段)。

天士力复方丹参滴丸国际化持续推进中, 中药出海之路虽然艰难, 但公司并没有放弃, 复方丹参滴丸于 2021 年完成了预防及治疗急性高原反应 (AMS) 相关三期临床试验准备工作, 开始受试者入组, 正式开展 FDA 的三期临床试验。

围绕心脑血管领域, 丰富的中药产品响应市场需求

天士力以复方丹参滴丸为品牌, 围绕心脑血管领域开发, 在有关心脑血管疾病预防、治疗及康复的各个环节共布局 22 款创新药产品, 使公司在中国心脑血管创新药领域处于领先地位。

核心产品复方丹参滴丸主要用于治疗心绞痛等病症, 具有有效率、不良反应发生概率低的特点。凭借其品牌和基药优势, 在心脑血管全领域成药市场中排名第二, 仅次于同仁堂的安宫牛黄丸。并在 2021 年结束的临床实验中荣获成功, 增加了“糖网”适应症。2021 年营收超过 30 亿元, 占公司总营收比例近 40%。

另外养血清脑丸/颗粒和芪参益气滴丸两个品种, 同复方丹参滴丸一起成公司核心三大基药品种。据米内网数据, 这三大基药产品 2021 年的合并销售额超过 50 亿

元，三大基药的稳定增长驱动公司业绩增长。

同时新品种持续跟进，其中芍麻止痉颗粒为 2019 年获批的中药新药，用于治疗 Tourette 综合征（抽动-秽语综合征）及慢性抽动障碍。芍麻止痉颗粒于 2020 年纳入国家医保目录，并在《精神障碍诊疗规范（2020 年版）》中将其列入可治疗抽动障碍的中成药，放量在即。

化学药与生物药的快速协同发展

化学药表现稳健，他达拉非快速放量。公司化学药以肝病药物水飞蓟宾胶囊（水林佳）和肿瘤免疫类药物群为核心。而他达拉非等新兴品种的上市和高速增长也为公司的化药板块注入了活力。

普佑克带动生物药板块增长。生物药领域，公司主要的上市品种是新一代特异性溶栓药物普佑克；该药物属于国家 1 类新药，已被纳入国家医保产品。近年来，以普佑克为代表的生物药板块的销售额正在稳步提升，其营业收入从 2016 年的 0.38 亿元增长到 2021 年的 2.51 亿元，年均复合增长率为 46%。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 85.4/93.2/102.5 亿元，分别同比增长 7.4%/9.1%/10.0%，归母净利润分别为 -2.4/11.5/14.0 亿元，扣非归母净利润为 7.19/8.62/10.35 亿元，分别同比增长 18%/20%/20%，对应估值为 28X/23X/19X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

中成药集采降价幅度超预期；公允价值波动超预期；研发进展不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9249	10078	12384	13945	营业收入	7952	8541	9315	10249
现金	2304	4685	6072	7369	营业成本	2678	2973	3193	3381
应收账款	1295	1284	1459	1573	营业税金及附加	117	128	140	154
其他应收款	9	138	81	127	销售费用	2906	3058	3335	3669
预付账款	62	52	65	64	管理费用	432	427	447	461
存货	1548	1108	1518	1433	财务费用	39	0	0	0
其他流动资产	4031	2811	3190	3378	资产减值损失	-267	-195	0	0
非流动资产	7292	5833	5015	4828	公允价值变动收益	-80	-1108	0	0
长期投资	484	884	884	884	投资净收益	1758	0	0	0
固定资产	3682	2016	1004	630	营业利润	2733	-185	1380	1682
无形资产	475	313	386	439	营业外收入	3	1	1	1
其他非流动资产	2652	2621	2741	2875	营业外支出	13	7	7	7
资产总计	16542	15911	17399	18773	利润总额	2724	-191	1374	1676
流动负债	1855	1516	1835	1784	所得税	316	57	206	251
短期借款	178	178	178	178	净利润	2408	-248	1168	1425
应付账款	531	383	522	494	少数股东损益	49	-12	23	28
其他流动负债	1146	955	1135	1113	归属母公司净利润	2359	-236	1145	1396
非流动负债	1373	1343	1343	1343	EBITDA	1816	1939	2908	2519
长期借款	1034	1034	1034	1034	EPS (元)	1.57	-0.16	0.76	0.93
其他非流动负债	338	308	308	308	主要财务比率				
负债合计	3228	2859	3178	3127	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	333	320	344	372	成长能力				
股本	1513	1500	1500	1500	营业收入	-41.4%	7.4%	9.1%	10.0%
资本公积	1530	1530	1530	1530	营业利润	85.6%	-106.8%	846.5%	21.8%
留存收益	9938	9702	10847	12244	归属于母公司净利	109.5%	-110.0%	585.6%	21.9%
归属母公司股东权	12981	12732	13877	15273	获利能力				
负债和股东权益	16542	15911	17399	18773	毛利率 (%)	66.3%	65.2%	65.7%	67.0%
现金流量表					净利率 (%)	29.7%	-2.8%	12.3%	13.6%
单位:百万元					ROE (%)	18.2%	-1.9%	8.3%	9.1%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	7.7%	-1.6%	7.2%	8.1%
经营活动现金流	2801	3266	2113	1968	偿债能力				
净利润	2359	-236	1145	1396	资产负债率 (%)	19.5%	18.0%	18.3%	16.7%
折旧摊销	503	2117	1557	872	净负债比率 (%)	24.2%	21.9%	22.3%	20.0%
财务费用	70	0	0	0	流动比率	4.99	6.65	6.75	7.81
投资损失	-1762	0	0	0	速动比率	4.12	5.88	5.89	6.98
营运资金变动	1280	105	-599	-314	营运能力				
其他经营现金流	1430	939	1755	1724	总资产周转率	0.48	0.54	0.54	0.55
投资活动现金流	-43	-842	-726	-670	应收账款周转率	6.14	6.65	6.39	6.52
资本支出	-503	-462	-736	-680	应付账款周转率	5.05	7.77	6.12	6.85
长期投资	403	708	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	57	-1088	10	10	每股收益	1.57	-0.16	0.76	0.93
筹资活动现金流	-2483	-43	0	0	每股经营现金流薄)	1.85	2.18	1.41	1.31
短期借款	-459	0	0	0	每股净资产	8.58	8.49	9.25	10.18
长期借款	14	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	-13	0	0	P/E	10.10	—	17.54	14.38
资本公积增加	-791	0	0	0	P/B	1.85	1.58	1.45	1.31
其他筹资现金流	-1247	-30	0	0	EV/EBITDA	12.87	8.80	5.39	5.71
现金净增加额	277	2381	1387	1298					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。