

业绩拐点已现，中药现代化领军企业未来可期

2024年02月05日

► **业务结构持续优化，盈利能力稳中向好发展。**天士力以现代中药为主，形成了中药化药生物药多向发展的产业布局。近年来公司持续优化、整合业务，专注医药工业发展。2023年以来业务整合、金融资产处置带来的业绩波动因素逐渐减弱，盈利水平稳中向好发展。2023年前三季度公司营业总收入达65.7亿元，同比增长7.15%。医药工业版块预计将为公司带来新的业绩增长。

► **立足现代中药国际化，打造行业第一品牌。**在政策支持和国民认可度逐步提高的大背景下，中药行业快速发展，市场持续扩容。公司以主打产品复方丹参滴丸为核心，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。核心产品复方丹参滴丸主治冠心病心绞痛，发表了多项相关的机理研究成果，销售额在心脑血管中成药市场位居前列。同时复方丹参滴丸在全球9个国家和地区的127个临床研究中心，顺利完成国际化多中心随机双盲、大样本的二期、三期临床试验，实现现代中药国际化的里程碑式突破。2021年10月，复方丹参滴丸获批新增糖尿病视网膜病变的主治功能，进一步提升了复方丹参滴丸的适用范围和市场核心竞争力。养血清脑颗粒/丸、芪参益气滴丸等产品也呈现较好增长。

► **构建“四位一体”研发模式，产品管线不断丰富，公司核心竞争力持续提升。**公司主张自主研发、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，持续优化中药、生物药、化学药产品梯度化布局。目前已拥有涵盖92款在研产品的研发管线，其中，包括41款1类创新药，并有39款已进入临床试验阶段，25款已处于临床II、III期研究阶段。国内方面1类创新中药安神滴丸、青术颗粒、脊痛宁片、安体威颗粒正在开展III期研究；产品国际化方面T89治疗慢性稳定性心绞痛适应症与防治急性高原综合症(AMS)两项国际临床试验正在进行中，其中AMS已完成III期临床病例入组。

► **投资建议：**随着公司梯度化产品组合不断优化，预计2023-2025年公司营业收入达到91.8/100.1/108.5亿元，归母净利润达到12.5/14.1/16.1亿元。当前股价的PE分别为16/15/13倍，当前估值水平与可比公司PE均值相当，考虑到公司未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**行业政策变化风险；研发创新风险；原材料波动风险；产品价格下降风险；竞争加剧风险。

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

13.96元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 宋丽莹

执业证书：S0100523090003

邮箱：songliying@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,593	9,180	10,010	10,851
增长率(%)	8.1	6.8	9.0	8.4
归属母公司股东净利润(百万元)	-257	1,248	1,407	1,607
增长率(%)	-110.9	586.6	12.7	14.2
每股收益(元)	-0.17	0.83	0.94	1.07
PE	/	16	15	13
PB	1.6	1.6	1.5	1.3

资料来源：Ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年2月5日收盘价)

目录

1 现代中药领军企业，业绩拐点已现	3
1.1 立足现代中药国际化，中药化药生物药全面布局	3
1.2 医药制造业发展前景广阔，下属中药行业利好政策频发	5
1.3 公司利润波动趋于稳定，业绩拐点已现	7
1.4 公司盈利能力稳定，中药贡献主要收入	8
2 现代中药：聚焦心脑血管领域，打造行业第一品牌	10
2.1 心脑血管患病率逐年上升，终端中成药销售达千亿元	10
2.2 复方丹参滴丸：作用机理明确，新获批适应症打造第二增长极	12
2.3 养血清脑颗粒/丸：领跑抗偏头痛中成药市场	17
2.4 芪参益气滴丸：拓展适应症丰富，增长潜力十足	19
2.5 注射用益气复脉：以价换量效果显著，2022 年销量大幅上升	21
3 生物药构筑创新医药研发集群，化学药仿创结合多领域领先	22
3.1 普佑克：新一代心梗特异性溶栓药物，新增脑梗适应症三期试验进行中	22
3.2 蒂清受集采影响降幅较大，水林佳降幅相对温和	23
4 构建“四位一体”研发模式，打造数智化精准研发平台	25
4.1 研发投入不断加大，以“临床价值”为导向完善梯队化产品组合	25
4.2 新产品研发与已上市产品二次开发并行，持续完善优化化产品组合	26
5 盈利预测与投资建议	28
5.1 盈利预测假设与业务拆分	28
5.2 估值分析	28
5.3 投资建议	29
6 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

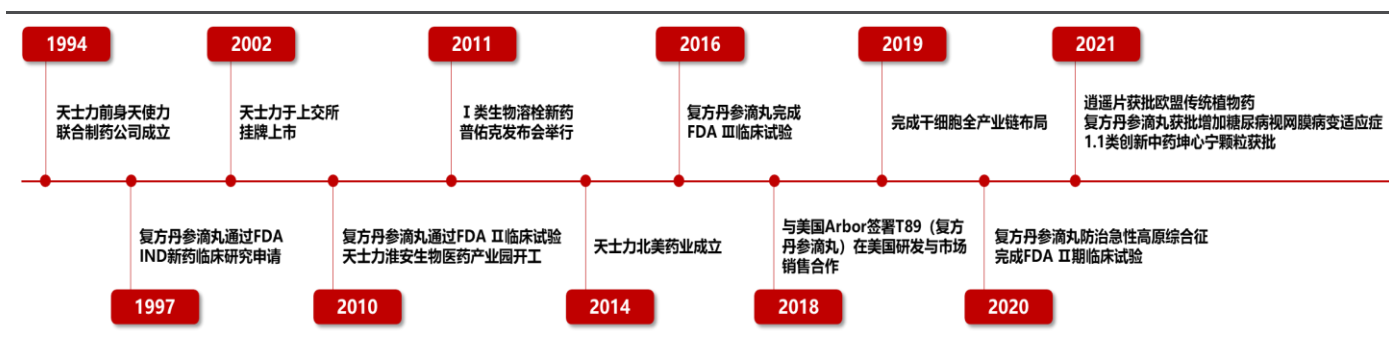
1 现代中药领军企业，业绩拐点已现

1.1 立足现代中药国际化，中药化药生物药全面布局

深耕现代中药二十余年，成就中药现代化领军企业。天士力医药集团股份有限公司（证券代码：600535）成立于1994年，总部位于中国天津，并于2002年在上交所上市。公司执着于破解生命医学的数字化密码，遵循“以患者为中心”的理念，密切关注疾病谱演变，聚焦维系人类健康生命体验的心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫、神经科学等重大治疗领域进行精准创新。

公司发展历程可分为三个阶段：(1) 品牌初创期（1994-2010）：随着复方丹参滴丸通过FDA新药临床研究申请，公司挂牌上市，以复方丹参滴丸为核心的产业布局逐渐展开。(2) 高速发展期（2011-2018）：形成中药化药生物药多向发展的产业布局，各项业务高速发展。(3) 2019-至今：立足现代中药国际化，聚焦多个重大治疗领域的精准创新，打造现代化领军企业。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

致力于推动现代中药的国际化，并形成了现代中药、生物药和化药协同发展的医药产业布局。公司产品梯队丰富，共有70个品种纳入《国家基本药品目录（2018年版）》，166个品种进入《国家医保目录》。在现代中药领域，以主打产品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体系；在生物药领域，拥有已上市独家品种注射用重组人尿激酶原（普佑克）和丰富的后续在研管线，是境内稀有的研产销一体化全产业链生物药商业化平台；在化学药领域，目前已上市产品包括抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列。

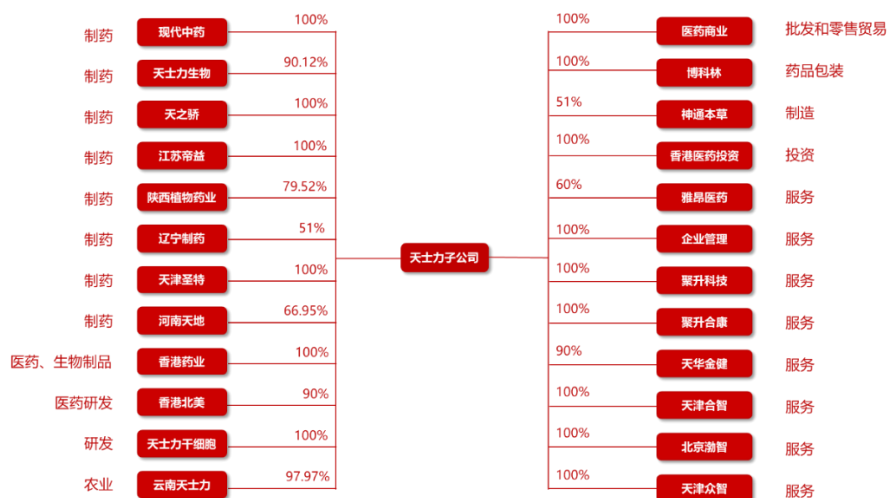
表1：公司主要产品

类别	治疗领域	药品名称	
中药	心脑血管	复方丹参滴丸	
		芪参益气滴丸	
		注射用益气复脉（冻干）	
		醒脑静注射液	
		注射用丹参多酚胺	
		芍麻止痉颗粒	
		安宫牛黄丸	
		养血清脑丸	
	感冒发烧	穿心莲内酯滴丸	
		柴胡滴丸	
生物药	心脑血管	藿香正气滴丸	
化药	心脑血管	注射用重组人尿激酶原	
		莱诺普利氢氯噻嗪片	
		苯扎贝特片	
		注射用盐酸地尔硫草	
		替米沙坦片	
		盐酸苯海索片	
		舒必利片	
		右佐匹克隆片	
		肿瘤免疫	吉非替尼片
			替莫唑胺胶囊
	氟他胺片		
	肝病	水飞蓟宾胶囊	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

子公司数量众多，涉及业务类型多样。公司下属子公司众多，且地域分布较广，主要分布在天津、上海、北京、香港、广东、云南等地，业务类型涵盖研发、制药、包装、批发零售、投资、服务等多个领域，是一家综合性的大型制药企业。

图2：天士力主要子公司及业务类型

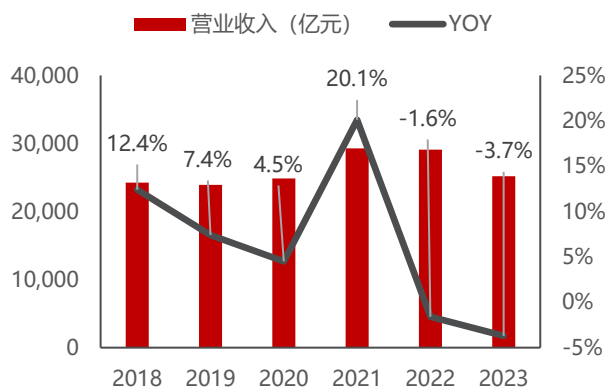


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 医药制造业发展前景广阔，下属中药行业利好政策频发

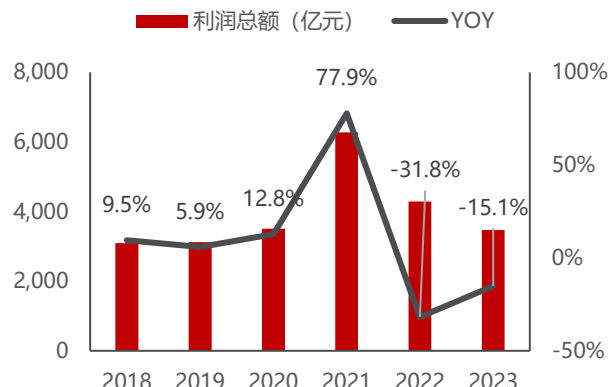
医药制造业短期承压，长期发展空间广阔。公司所处行业为医药制造业，近年来国内外经济形势严峻复杂，加之受行业内竞争激烈、原材料价格上升等因素影响，医药制造业整体承压，营业收入和利润总额有所波动。2023年规模以上医药制造业实现营业收入2.52万亿元，同比下降3.7%；实现利润总额3473亿元，同比下降15.1%。但从长远来看，随着国家医疗保障覆盖面及保障力度不断加大、人口老龄化、城市化、人民健康意识的增强以及慢病患病率的不断扩大，预计未来我国医药市场需求增加，医药行业仍有广阔发展空间。

图3：2018-2023年医药制造业营业收入及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图4：2018-2023年医药制造业利润总额及增速



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

国家大力发展中医药事业，相关利好政策频繁出台。中医药学包含着中华民族几千年的健康养生理念及实践经验，是中华民族的伟大创造和中国古代科学的瑰宝，在经济社会发展全局中有着重要作用。近年来，我国大力发展中医药事业，中医药行业政策频频出台，持续迎来政策利好，国家对中医药的支持政策由顶层设计

逐步过渡到了落地执行阶段。

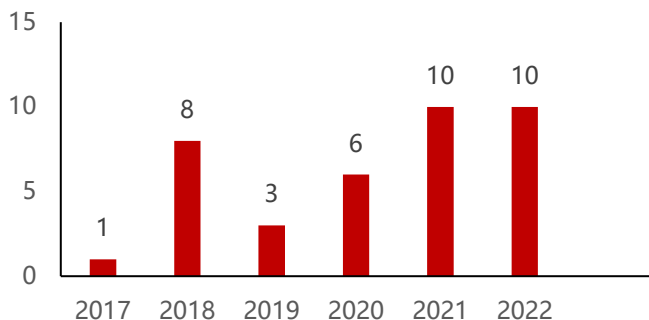
表2：中医药行业主要政策

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2020年12月	国家药监局	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	改革中药注册分类（将中药分为中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方复方、同名同方药等四类），构建“三结合”（中医药理论、人用经验、临床试验）审评证据体系，改革完善中药审评审批制度，以临床价值为导向，鼓励中药传承创新，最大程度释放了中药创新潜能。
2021年2月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	从提高中医药发展效益等七大方面提出28条政策措施，从全局角度出发，统筹各个部门，充分表明国家对于中医药传承创新发展的重视与支持。
2021年12月	国家医保局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	进一步扩大中医药医保覆盖范围，将符合条件的中医医疗机构、中药零售店纳入医保定点；将适宜的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂纳入医保药品目录等，从支付端加大中医药传承创新发展的保障和支持力度。
2022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	针对中医药服务体系、人才、传承创新、产业和健康服务业、文化、开放发展、治理能力等方面提出七大发展目标。
2022年4月	四部委	《关于加强新时代中医药人才工作的意见》	到2025年，符合中医药特点的人才培养、评价体系基本建立，人才规模总量快速增长，培养造就一支基本满足中医药发展需求的人才队伍。实现二级以上公立中医医院中医医师配置不低于本机构医师总数的60%，全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师。
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监督促进中药传承创新发展的若干措施》	从加强中药材质量管理，强化中药饮片、中药配方颗粒监管，优化医疗机构中药制剂管理，完善中药审评审批机制，重视中药上市后管理，提升中药标准管理水平，加大中药安全监管力度，推进中药监管全球化合作等六个方面发表若干措施。
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	进一步落实加快推进完善“三结合”的中药审评证据体系，体现中药注册管理的新理念和改革举措，并加强了对中药研制的指导，具有较强的落地实操性。
2023年2月	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	基于《“十四五”中医药发展规划》进一步明确建设目标、任务、配套措施及部门分工，保障有效落地实施。明确到2025年，中医药振兴发展取得明显进展，中医药成为全面推进健康中国建设的重要支撑。

资料来源：国家药监局、国家医保局、中国政府网等官方网站，民生证券研究院

政策鼓励加速中药传承创新发展，中药新药获批数量创新高。在政策支持下我国中药创新药评审明显提速，天士力的1类创新药坤心宁颗粒于2022年11月获批，用于女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证的治疗，并纳入2022年医保。未来政策将持续发力，加快推动中医药高质量发展，提升中医药服务供给水平，把做大做强特色优势放在首要位置，遴选发布中医治疗优势病种和适宜技术、疗效独特的中药品种，大力推进重大疑难疾病中西医临床协作攻关，中医药行业发展前景将更为广阔。

图5: 2017-2022 年我国创新中药受理量 (个)

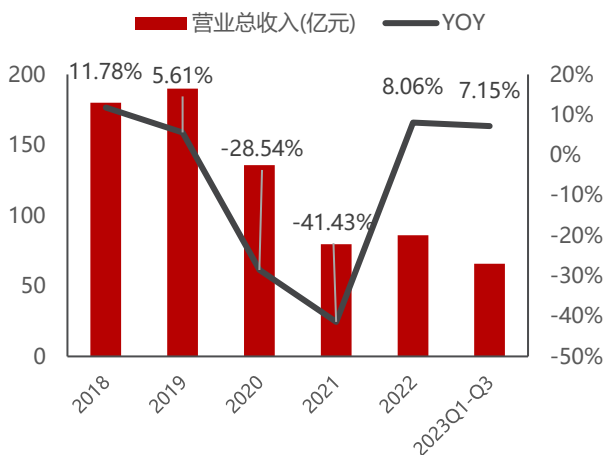


资料来源: 国家药品监督管理局, 民生证券研究院

1.3 公司利润波动趋于稳定, 业绩拐点已现

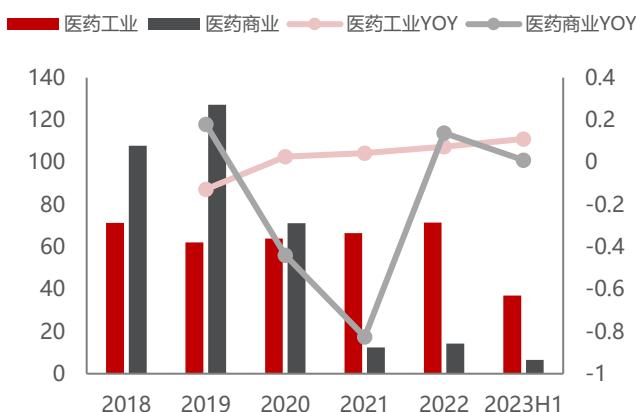
出售医药商业版块加速业务重塑, 业绩拐点已现。2020年8月, 公司将天士力营销 100%的股权出售给重庆医药集团, 导致 2020 年和 2021 年医药商业板块收入出现大幅下滑, 营业总收入下降。2023 年公司又以 5.04 亿元、1.54 亿元的价格出售了辽宁天士力、济南嘉平的所有股份, 共计 556 家药店。从 2021 年开始, 公司 80%以上营收由毛利率较高的医药工业板块贡献, 公司整体毛利率由 2019 年的 31%上升至 2021 年的 66%。2022 年公司营业总收入达 85.9 亿元, 同比增长 8.06%。2023 年前三季度公司营业总收入达 65.7 亿元, 同比增长 7.15%。公司医药工业板块营业收入稳定增长, 预计将为公司带来新的业绩增长。

图6: 2018~2023Q1-Q3 公司营业总收入及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2018~2023H1 公司医药工业、医药商业营业收入及 YOY



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公允价值变化导致归母净利润波动较大, 扣非归母净利润相对稳定。2021 年公司归母净利润为 23.6 亿元, 同比增长 109.51%, 主要是由于公司处置 I-MAB 股权并转换对其核算方法产生投资收益。2022 年归母净利润为-2.6 亿元, 同比下降 110.87%, 主要是由于公司持有的 I-MAB、科济药业等金融资产公允价值下降

11.04 亿。2023 年业绩预告显示，预计 2023 年实现归母净利润为 11.27 亿元至 13.17 亿元，同比增加 539%至 613%。截止 2022 年年底，天士力已处置了持有 I-MAB 股权的 36.46%，投资成本已全部收回且获得处置收益 5.91 亿，截止 2022 年 12 月 31 日其公允价值为 1.01 亿；处置持有科济药业股权的 34.2%，收到处置价款 0.51 亿，剩余部分截止 2022 年 12 月 31 日的公允价值为 0.98 亿。

图8：2018~2023Q1-Q3 公司归母净利润及增速

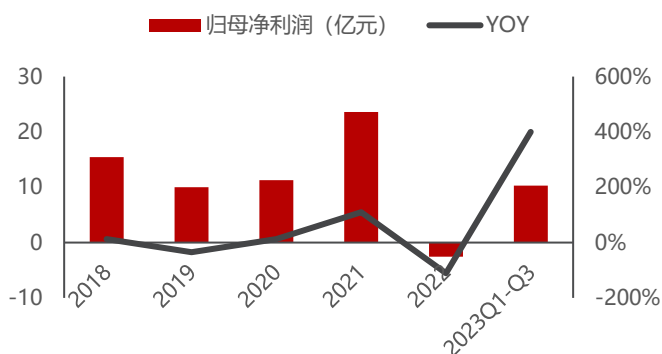
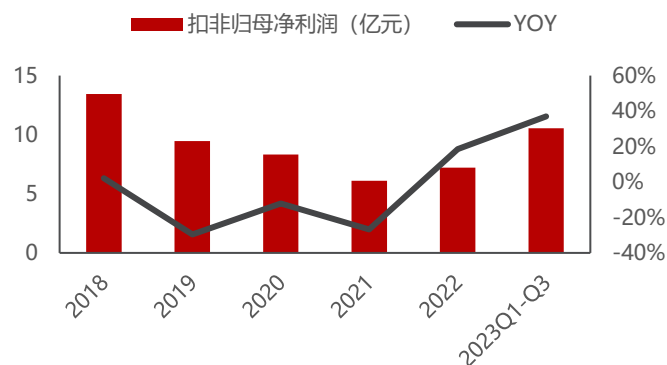


图9：2018~2023Q1-Q3 公司扣非归母净利润及增速



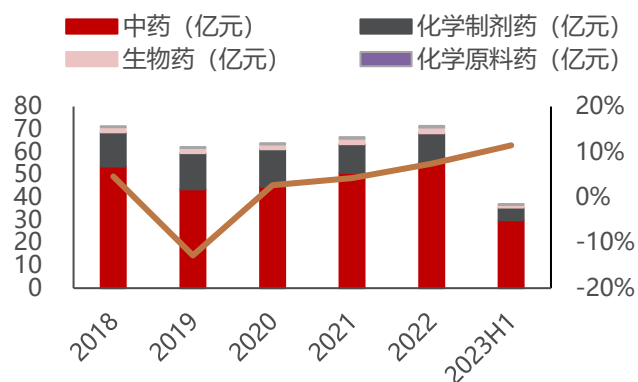
资料来源：公司公告，民生证券研究院

资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.4 公司盈利能力稳定，中药贡献主要收入

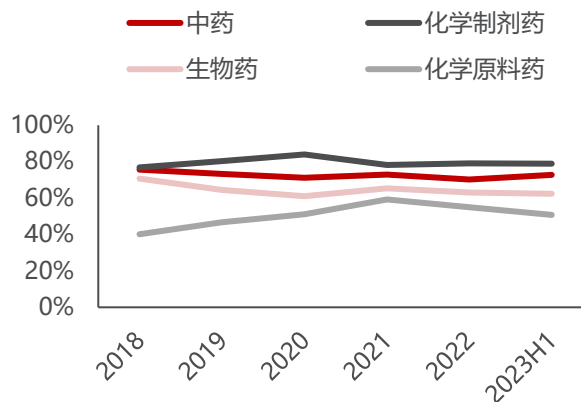
中药为公司主要收入来源，占医药工业板块收入 70%以上。分行业来看，公司中药板块贡献主要收入，且毛利率稳定在 70%-75%，是公司的主要利润来源。2022 年公司医药工业板块实现营业收入 71.5 亿元，同比增长 7.39%，其中中药板块营业收入 55.6 亿元，同比增长 9.38%，预计未来将为公司提供持续稳定的收入。其次分别是化学制剂药、生物药和化学原料药，随着公司医药工业的进一步聚焦，预计未来医药工业板块收入将持续上升。

图10：2018~2023H1 医药工业板块收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2018~2022 公司医药工业板块毛利率

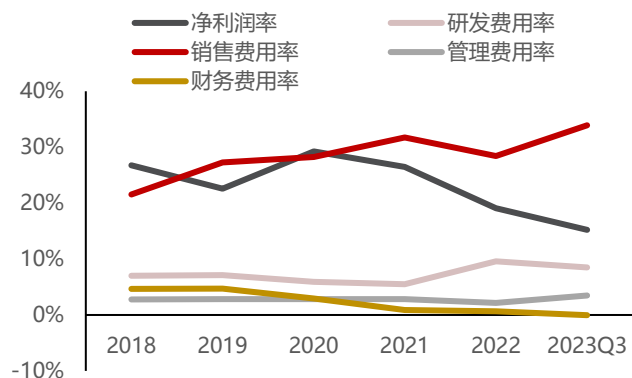


资料来源：公司公告，民生证券研究院

严格把控成本，费用率维持稳定。从费用率来看，医药商业出售后公司销售费用率上升，目前稳定在 33%左右。管理费用率维持在 3%-5%，财务费用率维持在 0%-1%之间。

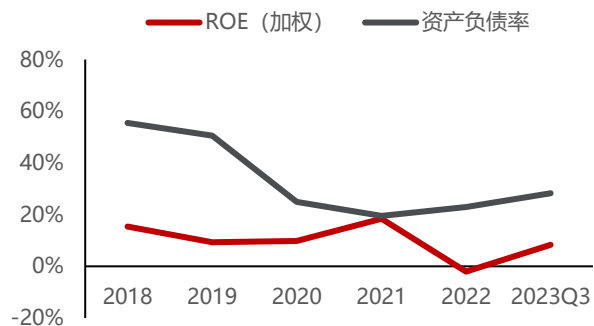
资产负债率降低，ROE 小幅波动。公司近几年资产负债率由 50%-60%下降至 20%-30%，ROE 呈现小幅波动，2022 年为-2%，2023Q3 为 8.29%。

图12：2018~2023Q3 公司费用率变化情况



资源来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2018-2023Q3 公司 ROE 及资产负债率变化情况



资源来源：公司公告，民生证券研究院

2 现代中药: 聚焦心脑血管领域, 打造行业第一品牌

公司以主打产品复方丹参滴丸为核心, 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体系。

表3: 公司中药板块主要产品

产品名称	注册分类	适应症/功能主治	处方药	保密品种	基药	医保
复方丹参滴丸	中药第四类	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症候者。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。	是	否	是	是
养血清脑颗粒	中药第三类	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。	否	否	是	是
养血清脑丸	中药第九类	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。	是	是	是	是
芪参益气滴丸	中药第三类	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、面色少华、自汗、舌体胖有齿痕、舌质暗或紫暗有瘀斑, 脉沉或沉弦, 适用于冠心病心绞痛见上述症候者	是	是	是	是
注射用益气复脉(冻干)	中药第七类	益气复脉, 养阴生津。用于冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证, 症见胸痹心痛, 心悸气短、倦怠懒言、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, 时作时止, 倦怠乏力, 面色苍白, 动则汗出, 舌淡、少苔或剥苔, 脉细弱或结代。	否	否	否	是
注射用丹参多酚酸	中药第二类	活血通络。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, 舌强言謇, 偏身麻木等症状。	是	否	否	是

资料来源: 公司公告, 药智网, 民生证券研究院

2.1 心脑血管患病率逐年上升, 终端中成药销售达千亿元

心脑血管疾病具有高患病率、高致残率和高死亡率的特点。全世界每年死于心脑血管疾病的人数高达 1500 万人, 居各种死因首位。据统计, 2021 年中国城市主要疾病死亡率排名中, 心脏病和脑血管病分别排在第一位和第三位, 而农村居民主要疾病死亡率排名中, 心脏病和脑血管病分别排在第一位和第二位。

图14: 2021年城市居民主要疾病死亡率(1/10万)

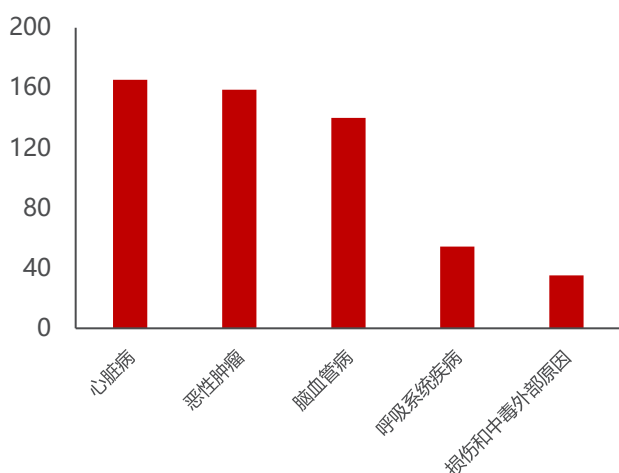
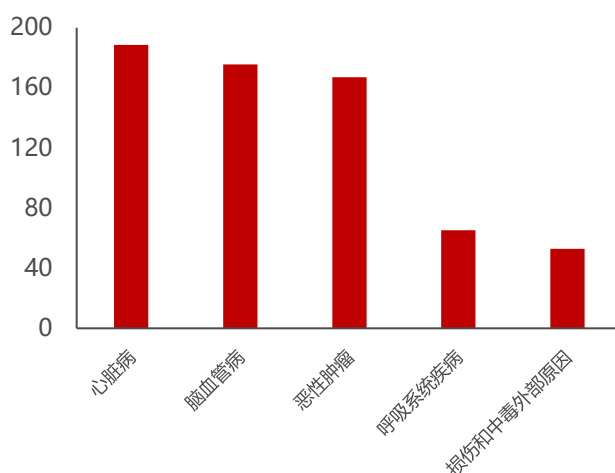


图15: 2021年农村居民主要疾病死亡率(1/10万)



资料来源: 中国卫健委《2022中国卫生健康统计年鉴》, 民生证券研究院

资料来源: 中国卫健委《2022中国卫生健康统计年鉴》, 民生证券研究院

心脑血管疾病患病率逐年上升, 现患人数约 3.3 亿。据国家卫生服务调查, 心脏病的患病率由 2008 年的 17.6‰ 上升到 2018 年的 39.0‰, 脑血管病的患病率由 2008 年的 9.7‰ 上升到 2018 年的 22.9‰, 高血压的患病率由 2008 年的 54.9‰ 上升到 2018 年的 181.4‰, 患病率呈逐年上升趋势。据《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》推算, 我国 CVD 现患人数 3.3 亿, 其中脑卒中 1300 万, 冠心病 1139 万, 心力衰竭 890 万, 肺原性心脏病 500 万, 心房颤动 487 万, 风湿性心脏病 250 万, 先天性心脏病 200 万, 外周动脉疾病 4530 万, 高血压 2.5 亿。

图16: 调查地区居民心脏病与脑血管病患病率(‰)

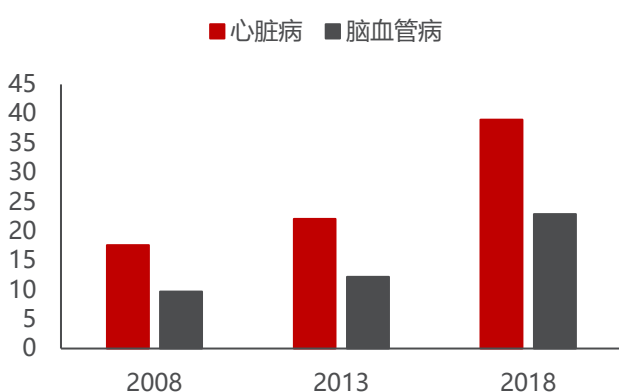
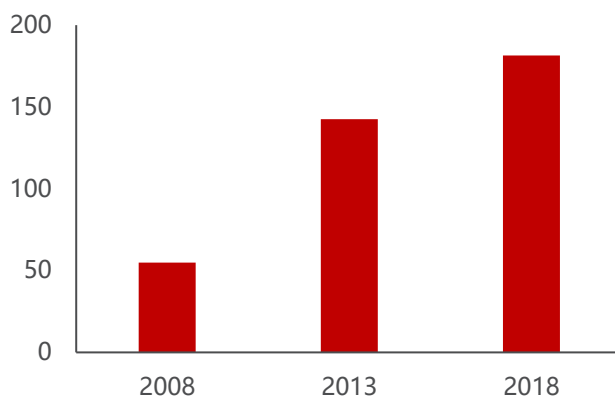


图17: 调查地区居民高血压患病率(‰)



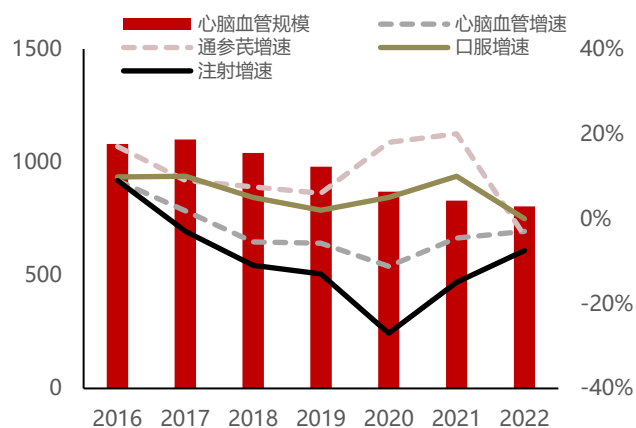
资料来源: 2022 中国卫生健康统计年鉴, 民生证券研究院

资料来源: 2022 中国卫生健康统计年鉴, 民生证券研究院

心脑血管中药市场认可度高, 终端销售额达千亿元。中药具有“多靶点、多效应、毒副作用小”的特点, 相比于西药, 在预防和治疗心血管疾病方面更有优势。公立医疗端心脑血管疾病中成药市场规模自 2018 年以来呈下降趋势, 其中中药注射剂受政策影响规模大幅下降, 2015-2022 年复合增速-10.29%, 而口服制剂市场则实现稳定增长, 2015-2022 年复合增速 5.59%。从零售药店端看, 中康开思

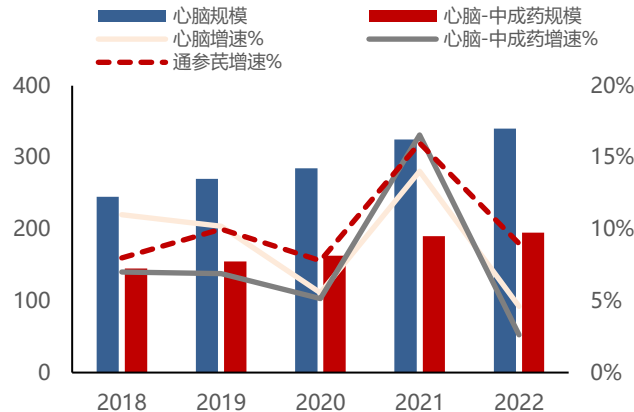
数据显示，2022 年零售端心脑血管中成药市场规模近两百亿，同比增长 3.85%。

图18：公立医疗端心脑血管中成药规模 2016-2022 (亿元)



资料来源：米内网，民生证券研究院

图19：2018-2022 零售终端市场心脑血管(不含高血压)规模 (亿元)



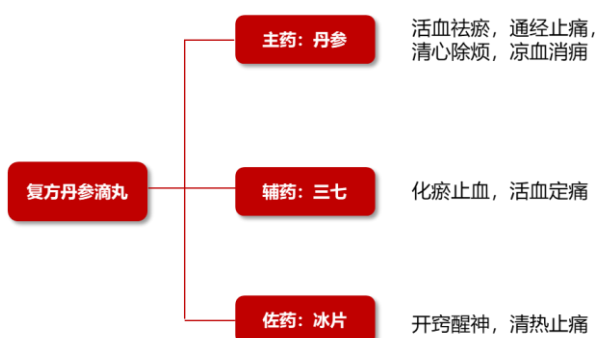
资料来源：米内网，民生证券研究院

2.2 复方丹参滴丸：作用机理明确，新获批适应症打造第二

增长极

核心产品复方丹参滴丸，主治冠心病心绞痛与 2 型糖尿病视网膜病变。复方丹参滴丸主要成分为丹参、三七和冰片，于 1995 年获批用于心绞痛、冠心病的防治，多年来凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体在市场占有率和单产品产销规模方面稳居同行业前列。功能主治为：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。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。

图20：复方丹参滴丸组分及疗效

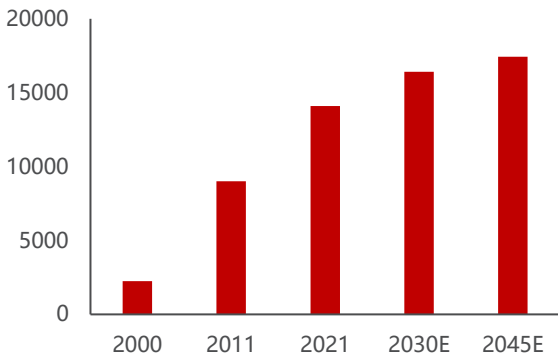


资料来源：国家中医药管理局，民生证券研究院

复方丹参滴丸疗效突出，新增糖尿病视网膜病变适应症。2021 年 10 月，复方丹参滴丸获批新增糖尿病视网膜病变的主治功能，进一步提升了复方丹参滴丸的适用范围和市场竞争力。我国糖尿病患者人数由 2011 年的 9000 万人增长至 2021 年的 1 亿 4000 万人，而糖尿病视网膜病变率约 16.3%，随着糖尿病患者

数不断增加，糖尿病视网膜病变人数也将不断上升。同时，复方丹参滴丸因其良好的疗效被纳入多个专家指南并获得多项荣誉，这有利于提升复方丹参滴丸的认可度，不断提高其市场渗透率。

图21：2000-2045E 中国糖尿病患者人数（万人）



资料来源：IDF 地图集，民生证券研究院

图22：复方丹参滴丸被纳入多项指南并获得多个奖项

指南	奖项
<ul style="list-style-type: none"> 《国家基层糖尿病防治管理指南（2022）》 《国家糖尿病基层中医防治管理指南（2022）》 《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）》 《糖尿病神经病变诊治专家共识（2021 年版）》 《中国糖尿病肾脏病防治指南（2021 年版）》 《糖尿病微循环障碍临床用药专家共识（2021 年版）》 《糖尿病相关眼病防治多学科中国专家共识（2021 年版）》 	<ul style="list-style-type: none"> “2023健康产业品牌榜” “2023年西普金奖” “心脑血管用药（中成药）2022 中国医药医院终端品牌榜” “2022年度县域医疗产品民族品牌奖” “2021 年度西鼎奖” “2020年全国中成药优质产品金奖”
<ul style="list-style-type: none"> 《冠状动脉微血管疾病中西医结合诊疗专家共识》 《中成药治疗冠心病临床应用指南（2020年）》 《冠状动脉血运重建术后心绞痛中西医结合诊疗指南》 《动脉粥样硬化中西医结合防治专家共识（2021 年）》 	

资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

复方丹参滴丸药理作用明确，学术影响力不断提升。天士力致力于推进中药机理深度挖掘研究以及组合药物筛选研究，建立了从“基因网络-作用靶点-药效组分”的中药质量数字化解析技术，并通过该项技术系统阐释了复方丹参滴丸治疗冠心病全病程的作用机制，多项中药机理研究成果发表。其中一篇成果发表于高水平期刊 Acta Pharmaceutica Sinica B (IF: 14.903)，研究结果表明复方丹参滴丸可通过抑制动脉粥样硬化斑块形成、减少炎症因子分泌、抗纤维化、抗炎、抗氧化等多种药理学机制有效治疗冠心病。

图23：复方丹参滴丸治疗冠心病药理学作用机制



资料来源：Acta Pharmaceutica Sinica B，民生证券研究院

复方丹参滴丸引领现代中药“出海”之路，闯关 FDA。2010 年 8 月，复方丹参滴丸完成美国 FDA II 期临床试验，实现现代中药国际化的里程碑式突破。到 2016 年底，复方丹参滴丸在全球 9 个国家和地区的 127 个临床研究中心，顺利完成国际化多中心随机双盲、大样本的二期、三期临床试验。复方丹参滴丸获得欧

盟植物药注册批件, 成功以药品身份进入欧洲市场。天士力与美国制药企业 Arbor 公司签订了 T89 (复方丹参滴丸) 美国合作研发与销售许可协议, 开创复方中药与海外医药公司合作开发、推广的先河。

表4: 复方丹参滴丸在美国临床试验注册中心申请的临床试验汇总

临床登记号	试验标题	试验状态	试验阶段	受试者条件	开始日期
NCT04993729	Safety and Efficacy of T89 in the Prevention and Treatment of Adults With Acute Mountain Sickness (AMS)	招募中	三期	急性高原反应	2021/07/21
NCT03789552	Outcome Research to Confirm the Anti-anginal Effect of T89 in Patients With Stable Angina	招募中	三期	慢性稳定型心绞痛	2019/08/01
NCT01659580	Phase III Trial of Dantonic (T89) Capsule to Prevent and Treat Stable Angina	已完成	三期	心绞痛	2012/08/01
NCT03552263	Safety and Efficacy of T89 in Prevention and Treatment of Adults With Acute Mountain Sickness (AMS)	已完成	二期	急性高原反应	2018/06/07
NCT00797953	Phase II Multi-Center Study of T89 to Treat Chronic Stable Angina	已完成	二期	心绞痛	2007/02/01
NCT01679028	Dose-Escalate Study to Investigate the Safety and Tolerability of T89 in Japanese	已完成	一期	健康受试者	2012/08/01
NCT01475279	A Study to Evaluate the Effect of T89(Dantonic)on Steady-State Pharmacodynamics of Warfarin	已完成	一期	健康受试者	2011/07/01
NCT01473888	A Study To Evaluate The Effect of T89(Dantonic)On P450 Enzymes	已完成	一期	稳定型心绞痛	2011/01/01
NCT04285190	The Effect of T89 on Improving Oxygen Saturation and Clinical Symptoms in Patients With COVID-19	已撤回	不适用	新冠肺炎	2020/02/26
NCT04646031	Expanded Access to T89 for Treatment Use in Intermediate-size Patients Population With COVID-19	终止	不适用	/	/

资料来源: clinicaltrials.gov, 民生证券研究院

复方丹参滴丸价格持续稳定, 日均费用低于 5 元, 患者负担小。以 27mg*180 丸规格为例, 复方丹参滴丸单价 26.08-29.8 元。以一次服用 10 丸, 一日 3 次计算, 日均费用为 3.7-5 元, 入列《国家低价药目录》。凭借良好的疗效、创新的剂型和稳定的消费群体, 多年来在市场占有率和单产品产销规模方面稳居同行业前列。

表5：复方丹参滴丸与同类产品对比

产品名称	规格	用法	单价	日均价格
复方丹参滴丸	27mg*180丸	一次10丸，一日3次	26.08-29.99元	3.7~5元
安宫牛黄丸	3g*1丸	一次1丸，一日1次	258-998元	258~998元
速效救心丸	40mg*150丸	一次4~6丸，一日3次	38元	3.04~4.56元
脑心痛胶囊	0.4g*48粒	一次2~4粒，一日3次	28.95~33.35元	3.6~8.3元
通心络胶囊	0.26g*40粒	一次2~4粒，一日3次	26.44~34.96元	4~10.5元

资料来源：公司官网，药智网，民生证券研究院

复方丹参滴丸市占率高，在心脑血管中成药市场排名位居前列。在院内端，米内网数据显示，复方丹参滴丸在2022年中国公立医疗市场中成药心血管疾病内服用药中排名第一，占据9.56%市场份额。根据IQVIA中国医院药品统计报告(>=100床位)，中药用于缺血性心脏病市场排名中复方丹参滴丸2022年市场份额排名全国第一，而根据药融云2022年院内销售数据，心脑血管中成药销售额排名中复方丹参滴丸排名第五；而在院外端，根据米内网最新预测数据，复方丹参滴丸在2022年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品中排名第二。

图24：2022年心血管中成药院内销售额TOP10

排名	药品名称	销售额(亿元)
1	注射用血栓通	17.7
2	注射用血栓通	12.1
3	醒脑静注射液	11.8
4	脑心痛胶囊	11.7
5	复方丹参滴丸	11.5
6	舒血宁注射液	11.5
7	注射丹参多酚酸盐	10.2
8	麝香保心丸	9.6
9	通心络胶囊	8.9
10	参松养心胶囊	8.8

资料来源：药融云全国医院销售数据库，民生证券研究院

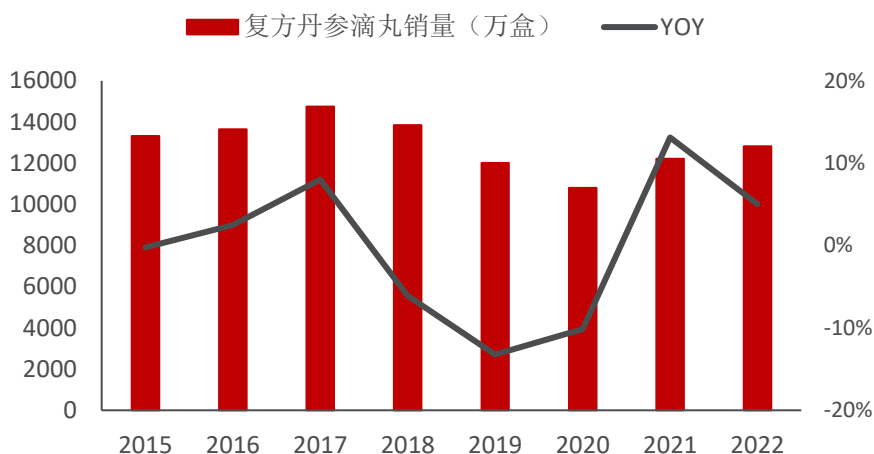
图25：2022E年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品TOP10

排名	药品名称	销售额(亿元)
1	安宫牛黄丸	17.7
2	复方丹参滴丸	12.1
3	复方丹参片	11.8
4	脑心痛胶囊	11.7
5	银杏叶片	11.5
6	速效救心丸	11.5
7	血塞通软胶囊	10.2
8	银杏叶提取物片	9.6
9	稳心颗粒	8.9
10	血塞通片	8.8

资料来源：米内网，民生证券研究院

2020 年复方丹参滴丸销量下滑，2021 年起恢复稳定增长。2018-2020 年受渠道去库存等因素影响，复方丹参滴丸的销量出现下滑趋势。2021 年起这些影响逐渐消退，复方丹参滴丸销量恢复稳定增长。2022 年复方丹参滴丸销量为 1.28 亿盒，同比增长 5.03%。随着复方丹参滴丸在心脑血管市场的持续放量以及在糖尿病视网膜病变市场的渗透率逐渐上升，预计复方丹参滴丸销量将持续增长。

图26：2015-2022 复方丹参滴丸销量及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

复方丹参滴丸 2025 年销售额有望达 35 亿元。对复方丹参滴丸冠心病与糖网适应症销售额进行测算，假设：1) 冠心病患病人数稳定在 1139 万（根据《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》），糖网患病人数稳定在 2500 万（根据 IDF 数据库）。2) 假设 2023E~2025E 复方丹参滴丸在冠心病市场的渗透率为 17%、18%、19%，在糖网市场的渗透率为 0.1%、0.4%、0.8%。3) 复方丹参滴丸用于冠心病的服用周期为 44 周（根据复方丹参滴丸 FDA 二期临床试验），用于糖网的服用周期为 6 个月（根据说明书）。4) 复方丹参滴丸用于冠心病的日服金额取 4.3 元，用于糖网的日服金额取 8.6 元。

表6: 复方丹参滴丸销售额测算

冠心病适应症	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
冠心病患者人数 (万人)	1139	1139	1139	1139	1139	1139
复方丹参滴丸渗透率	10.30%	11.70%	15.50%	17.00%	18.00%	19.00%
服用复方丹参滴丸人数 (万人)	117.32	133.26	176.55	193.63	205.02	216.41
日服金额&服用周期	4.3 元&44 周	4.3 元&44 周	4.3 元&44 周	4.3 元&44 周	4.3 元&44 周	4.3 元&44 周
销售额 (亿元)	17.3	19.7	26.1	28.6	30.3	32.0
糖网适应症	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
糖网患者人数 (万人)			2500	2500	2500	2500
复方丹参滴丸渗透率			0.05%	0.10%	0.40%	0.80%
服用复方丹参滴丸人数 (万人)			1.25	2.5	10	20
日服金额&服用周期			8.6 元&6 个月	8.6 元&6 个月	8.6 元&6 个月	8.6 元&6 个月
销售额 (亿元)			0.19	0.39	1.55	3.10
合计销售额	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售额 (亿元)	17.3	19.7	26.3	29.0	31.9	35.1
YOY		13.59%	33.46%	10.34%	9.81%	10.14%

资料来源: 中国介入心脏病学杂志《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》、IDF 数据库, 公司官网, 民生证券研究院测算

2.3 养血清脑颗粒/丸: 领跑抗偏头痛中成药市场

养血清脑颗粒/丸面向人群广泛, 领跑抗偏头痛中成药市场。养血清脑颗粒/丸的主要成分为当归、川芎、白芍等, 在抗偏头痛、高血压、精神障碍等中成药市场具有广泛的群众基础。养血清脑具有颗粒剂和丸剂两者剂型, 其中丸剂为颗粒剂的改良品种。功能主治为: 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。

图27：养血清脑颗粒/丸纳入指南及获奖情况

指南	奖项
养血清脑颗粒 《偏头痛中医临床实践指南》 《缺血性卒中基层诊疗指南（2021年）》 《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》 《帕金森病睡眠障碍中西医结合管理专家共识(2021)》 《卒中后认知障碍管理专家共识 2021》	“2023健康产业品牌榜” “2023年西普金奖”
养血清脑丸 《偏头痛中医临床实践指南》 《中成药临床应用指南·妇科疾病分册》 《缺血性卒中基层诊疗指南（2021年）》 《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》 《帕金森病睡眠障碍中西医结合管理专家共识(2021)》 《卒中后认知障碍管理专家共识 2021》	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

养血清脑适用范围宽，在神经系统中成药市场排名位居前列。根据 IQVIA 中国医院药品统计报告(>=100 床位)，中药用于头痛/偏头痛市场排名中养血清脑颗粒（丸）2022 年市场份额排名全国第一。米内网数据显示，在中国公立医疗机构终端神经系统中成药 TOP10 通用名中，养血清脑长期稳居榜首，独占市场份额超 10%。根据 PDB 数据库，2022 年 Q1 样本医院抗偏头痛药 TOP 企业中，天士力凭借养血清脑的 1557 万元销售额排名第一，销售金额占比达 42.48%。

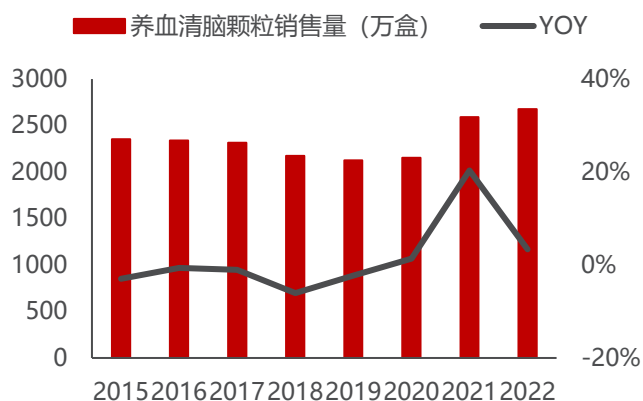
表7：2022Q1 样本医院抗偏头痛药 TOP10 企业

企业名称	销售金额（元）	主要产品	销售金额占比（%）
天士力医药集团	15,565,643	养血清脑颗粒/丸	42.48
昆药集团	10,839,914	天麻素注射剂、片剂和胶囊剂	29.58
西南药业	2,165,278	天麻素注射剂	5.91
湖北欧立制药	1,837,411	利扎曲普坦片	5.01
悦康药业	1,456,909	天麻素注射剂	3.98
广州万正药业	1,338,963	天麻素注射剂	3.65
安徽宏业药业	1,017,958	天麻素注射剂	2.78
山西康欣药业	381,703	天麻蜜环菌片	1.04
四川省旭辉制药	333,458	佐米曲普坦片	0.91
海南全星制药	306,264	天麻素注射剂	0.84

资料来源：PDB 数据库，民生证券研究院

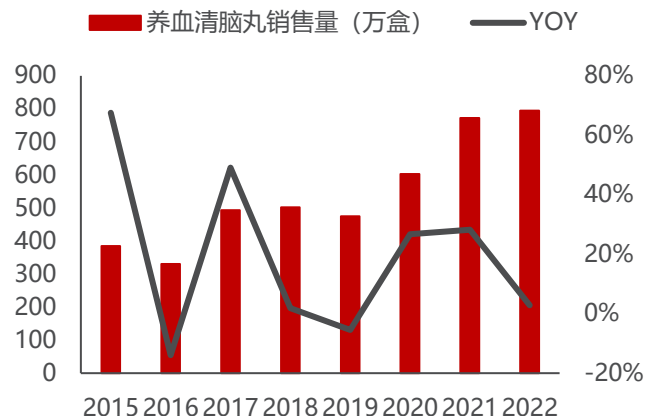
养血清脑销量稳步上升，养血清脑丸增速较快。米内网数据显示，2021 年中国三大终端 6 大市场养血清脑颗粒/丸合计销售额超过 12 亿元，且增速进一步加快。2015-2022 年养血清脑颗粒/丸销售量呈上升趋势，养血清脑颗粒的销售量由 2015 年的 2353 万盒增长至 2022 年的 2678 万盒，CAGR 为 1.63%。养血清脑丸的销售量由 2015 年的 384 万盒增长至 2022 年的 795 万盒，CAGR 为 11%。

图28: 2015-2022 年养血清脑颗粒销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

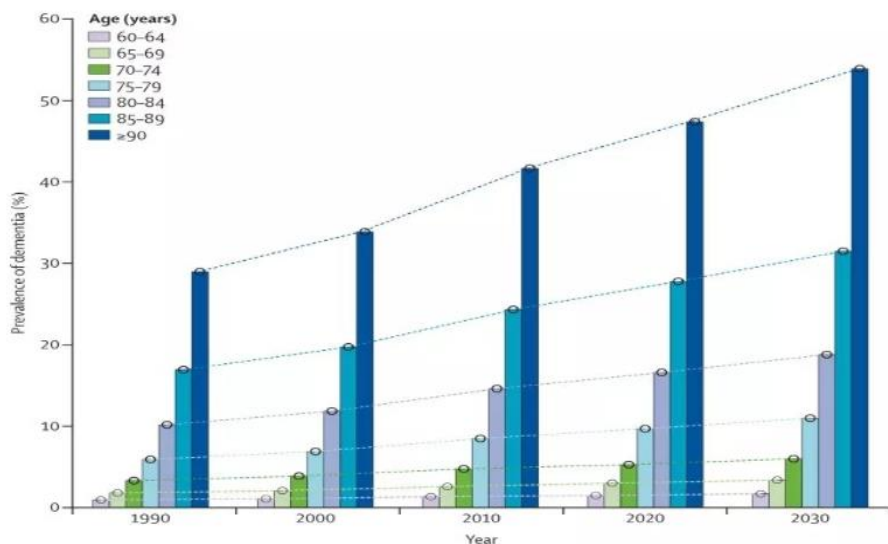
图29: 2015-2022 年养血清脑丸销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

养血清脑丸增加阿尔茨海默病 (AD) 适应症II期临床试验稳步推进中, 潜在市场空间广阔。2022 年 4 月, 养血清脑丸获得新增阿尔茨海默病 (AD) 适应症的《临床实验通知书》, 目前针对该适应症的 II 期临床试验正在稳步推进中。根据柳叶刀发表的研究推算, 60 岁及以上老年人中痴呆患者约有 1507 万人, 其中阿尔茨海默病患者 983 万人。一项关于中国痴呆患病率的长期趋势研究显示, 1990 年至 2030 年中国不同年龄段人群的痴呆症患病率将呈现上升趋势。随着中国老龄化程度不断加深, 阿尔茨海默病的市场空间将不断扩大。

图30: 1990-2030E 中国不同年龄段人群的痴呆症患病率变化趋势



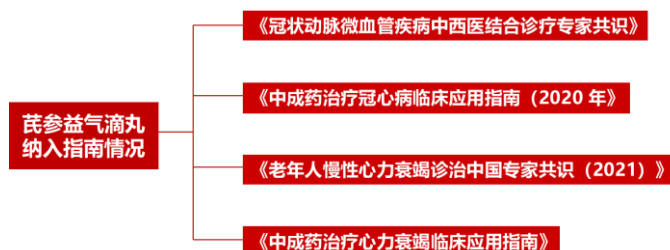
资料来源: 柳叶刀, 中国疾病预防控制中心, 民生证券研究院

2.4 芪参益气滴丸: 拓展适应症丰富, 增长潜力十足

芪参益气滴丸适用范围宽, 被纳入多项专家指南。芪参益气滴丸的主要成分为黄芪、丹参、三七和降香油, 被纳入多个冠状动脉微血管、冠心病、心衰等疾病相关指南。功能主治为: 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、面色少华、自汗，舌体胖有齿痕、舌质暗或紫暗或有瘀斑，脉沉或沉弦。适用于冠心病、心绞痛见上述症状者。

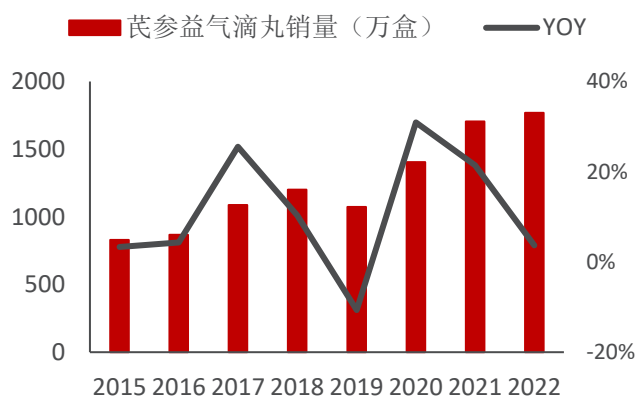
图31：芪参益气滴丸纳入指南情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

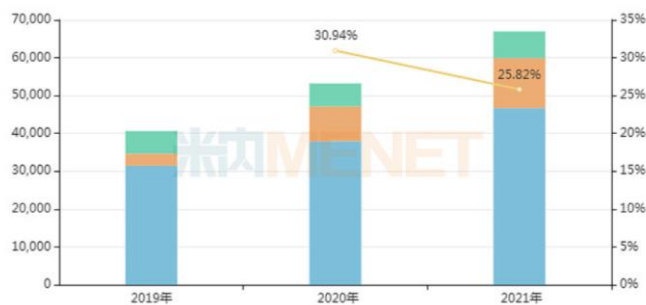
芪参益气滴丸销售量逐年上升，销售额增速达两位数。米内网数据显示，近年来芪参益气滴丸在中国三大终端 6 大市场的销售规模逐年扩容，增速达两位数，市场潜力巨大。芪参益气滴丸的销售量由 2015 年的 831 万盒增长至 2022 年的 1768 万盒，CAGR 为 11.39%。

图32：2015-2022 芪参益气滴丸销量及同比增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图33：2019-2021 中国三大终端 6 大市场芪参益气滴丸销售情况 (单位：万元)



资料来源：米内网，民生证券研究院

芪参益气滴丸增加慢性心力衰竭、糖尿病肾病适应症均开展 II 期临床试验中。

2020 年 1 月，公司收到 NMPA 核准签发的芪参益气滴丸新增慢性心力衰竭的适应症的临床试验，目前该实验正在开展 II 期临床试验。根据沙利文报告，全球心力衰竭市场的销售收入从 2014 年的 35 亿美元增长至 2019 年的 55 亿美元，并将进一步增长；2022 年 9 月，国家药监局同意芪参益气滴丸开展用于糖尿病肾脏疾病气虚血瘀证的临床试验，目前该实验已进入 II 期临床。据统计，有 40% 的糖尿病患者最终可能会发展为糖尿病肾病，中国糖尿病药物市场规模从 2016 年的 470 亿元增长至 2021 年的 746 亿元。适应症拓展将为芪参益气滴丸带来潜在的二次增长空间。

图34: 中国心力衰竭药物市场规模 (十亿美元)

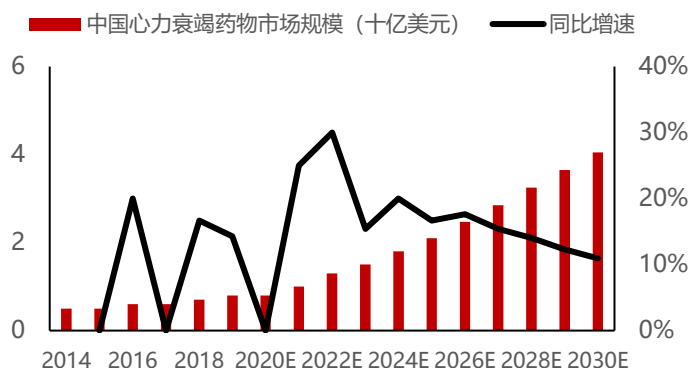
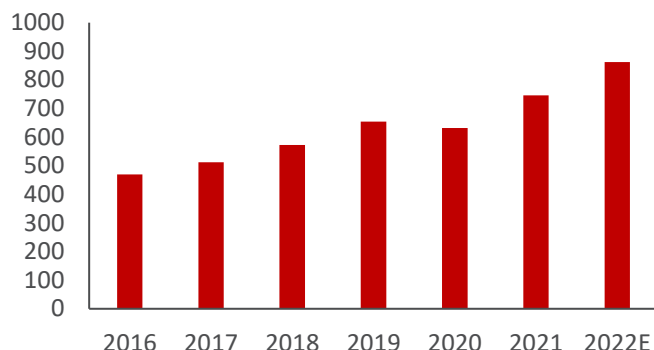


图35: 中国糖尿病药物市场规模 (亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

资料来源: 弗若斯特沙利文, 民生证券研究院

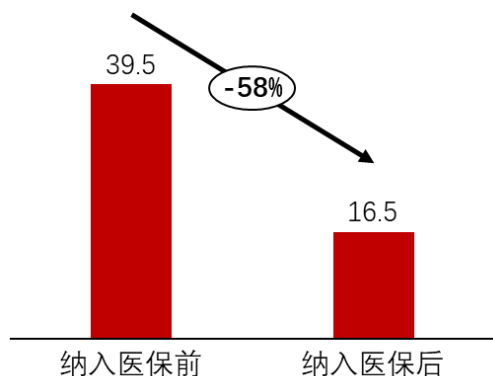
2.5 注射用益气复脉: 以价换量效果显著, 2022 年销量大

幅上升

注射剂冻干产品, 主治冠心病劳累性心绞痛。注射用益气复脉的主要成分为红参、麦冬、五味子, 辅料为葡甲胺, 甘露醇。功能主治为: 益气复脉, 养阴生津。用于冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证, 症见胸痹心痛, 心悸气短、倦怠懒言、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, 时作时止, 倦怠乏力, 面色苍白, 动则汗出, 舌淡、少苔或剥苔, 脉细弱或结代。

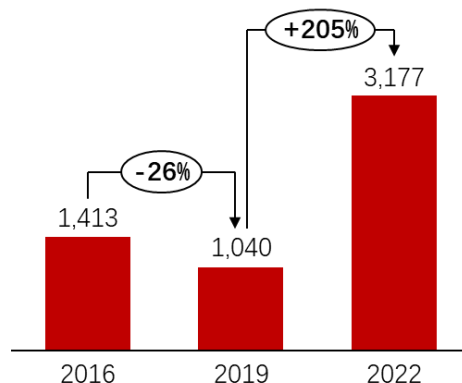
2017 年纳入医保, 以价换量效果显著。注射用益气复脉于 2019 年 11 月被纳入国家医保目录, 价格由 39.5-42.12 元/支降至 16.5 元/支, 降幅约 60%。产品纳入医保后销售额短期下降, 但进一步提高了产品覆盖率, 实现快速放量。2022 年注射用益气复脉销量为 3177 万支, 相比于 2019 年销量实现 205% 增长。

图36: 注射用益气复脉纳入医保前后价格 (元/支)



资料来源: 药智网, 公司公告, 民生证券研究院

图37: 注射用益气复脉销量 (万支)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 生物药构筑创新医药研发集群，化学药仿创结合 多领域领先

公司在生物药领域共布局 12 款产品，子公司天士力生物拥有已上市独家品种注射用重组人尿激酶原（普佑克）和丰富的后续在研管线，是境内稀有的研产销一体化全产业链生物药商业化平台。

在化学药领域公司布局 52 款产品，子公司帝益药业为化学药研发与生产核心，目前已上市产品包括抗肿瘤用药、心血管用药、精神类用药及保肝护肝用药等产品系列，其中化学原料药包括替莫唑胺、氟他胺等 20 个品种，口服固体制剂包括治疗脑胶质瘤的二类新药替莫唑胺胶囊（蒂清）等多个产品。

3.1 普佑克：新一代心梗特异性溶栓药物，新增脑梗适应症 三期试验进行中

特异性溶栓重磅产品普佑克为中国范围内唯一获批上市的重组人尿激酶原产品，也是“十一五”规划期间获得国家重大新药创制科技重大专项支持的首个获批上市的 I 类生物新药，用于急性 ST 段抬高性心肌梗死治疗。自 2017 年 7 月纳入国家医保目录，迅速拉动生物药板块快速增长，成为新一代心梗特异性溶栓药物第一品牌。

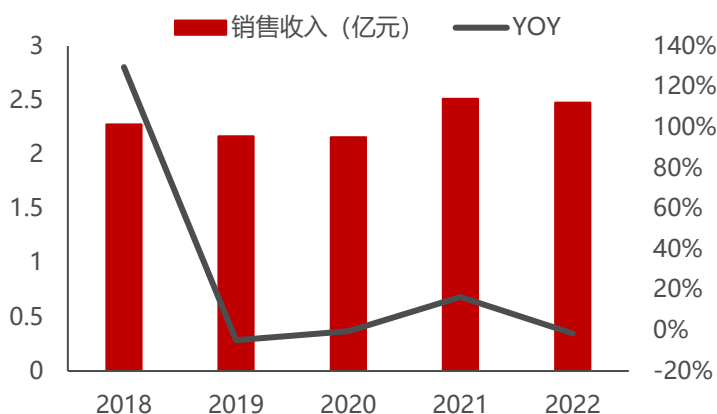
普佑克半衰期长、血管再通率高，被纳入多项指南。基于尿激酶原极少消耗纤维蛋白原，半衰期为 1.9h，具有血管再通率高、脑出血发生率低的特点，普佑克进入《ST 段抬高型心肌梗死患者急诊 PCI 微循环保护策略中国专家共识》，积极推广经皮冠状动脉介入治疗（PCI）术中普佑克的使用。截至目前，普佑克已经进入了十余部相关疾病的治疗指南、共识，完善和强化了普佑克在心梗患者救治链中各环节的治疗作用。

表8：常见心梗溶栓药物比较

药物	尿激酶	阿替普酶	瑞替普酶	替奈普酶	尿激酶原
生产厂家	南大药业、天津生化、丽珠集团、人福药业等	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	昂德生物、爱德药业	Boehringer Ingelheim Pharma GmbH & Co. KG	天士力
给药剂量	150 万 U	100mg	18+18mg	16mg	50mg
给药方式	静脉滴注	静推+静滴	两次静推	单次静推	20mg 静推+30mg 静滴
给药时间	30min	90 或 180min	每次>2min,30min 后再次推注	5-10s	30min
半衰期	11-16min	4-5min	15-18min	20-24min	1.9h
纤维蛋白原消耗率	明显	轻度	中度	极少	极少
90min 开通率 (%)	53	73-84	84	85	78.5
TIMI3 级血流率 (%)	28	54	60	63	60.8

资源来源：MedSci，民生证券研究院

新增脑梗适应症 III 期临床试验进行中，为产品未来发展注入新增长点。普佑克适应症从急性 ST 段抬高型心肌梗死（心梗）治疗拓展至急性缺血性脑卒中（脑梗）治疗最新的 III 期验证性试验已完成召开全国首次研究者大会，目前 III 期验证性试验入组顺利。普佑克近年销售额维持稳定，2022 年销售额为 2.5 亿元，预计脑梗适应症获批后将为普佑克的销售收入注入新增长点。

图38：2018-2022 普佑克销售收入（亿元）


资源来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 蒂清受集采影响降幅较大，水林佳降幅相对温和

替莫唑胺胶囊（蒂清）为公司抗肿瘤领域布局产品，注册分类为化学药品第二类。其适应症为用于新诊断的多形性胶质母细胞瘤，开始先与放疗联合治疗，随后作为辅助治疗。常规治疗后复发或进展的多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤。水飞蓟宾胶囊（水林佳）为公司肝病领域布局产品，注册分类为化学药品第四

类。其适应症为用于急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复。

蒂清受集采影响价格大幅下降，水林佳降幅相对温和。蒂清在国家集采项目第四批中选 15 省，中选价分别为：100mg*5 粒/瓶 895 元；50mg*7 粒/瓶 728.06 元；20mg*5 粒/瓶 261.06 元。2020 年蒂清 50mg*7 粒规格的集采中选价为 1967.58-2074.4 元，入选国家第四批集采后降幅达 60%，对公司短期内销售额影响较大。水林佳在 2022 年集采项目中的中标价格为 30 粒 40.69-44.12 元，20 粒 29.5 元，集采前最高零售价为 20 粒 42 元，降幅相对温和（约 30%）。

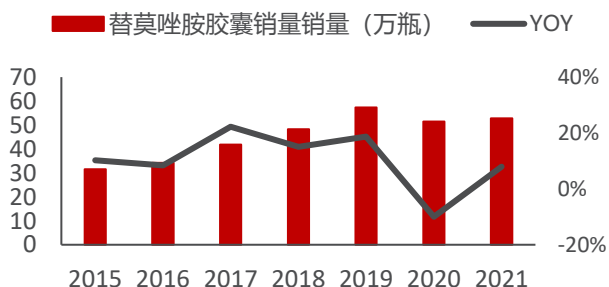
表9：公司化药板块主要产品

产品名称	注册分类	处方药	基药	医保	集采中标价格	集采后价格降幅
替莫唑胺胶囊 (蒂清)	化学药品第二类	是	否	是	100mg*5 粒/瓶 895 元; 50mg*7 粒/瓶 728.06 元; 20mg*5 粒/瓶 261.06 元	63%-65%
水飞蓟宾胶囊 (水林佳)	化学药品第四类	是	否	是	30 粒 40.69-44.12 元	30%

资料来源：公司公告，药智网，民生证券研究院

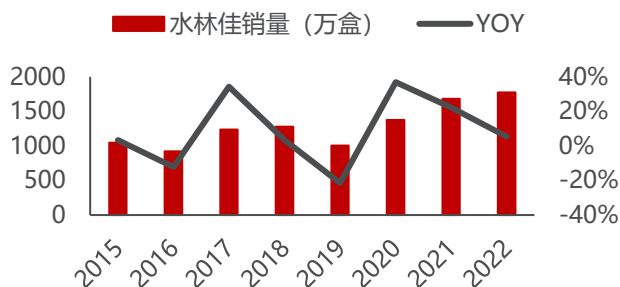
蒂清年销量约 50 万瓶，水林佳年销量超 1000 万盒。蒂清 2021 年销售量为 52.8 万瓶，同比增长 7.98%，2015-2021 的 CAGR 为 8.93%。水林佳 2022 年销售量为 1775.3 万盒，同比增速为 5.4%，2015-2022 的 CAGR 为 7.8%。

图39：2015-2021 替莫唑胺胶囊（蒂清）销量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：2015-2022 水飞蓟宾胶囊（水林佳）销量



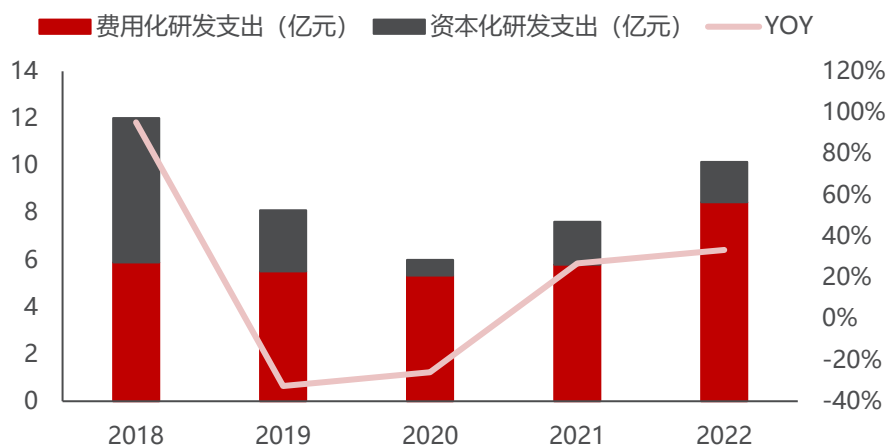
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 构建“四位一体”研发模式，打造数智化精准研发平台

4.1 研发投入不断加大，以“临床价值”为导向完善梯队化产品组合

公司紧跟国际前沿新技术与新产品的升级换代，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，扩充公司在研管线，稳步推动现代中药、生物药、化学药研发进展。2022年公司研发投入为10.16亿元，同比增长33.4%，位居同行可比公司前列。

图41：2019-2022年公司研发投入（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表10：2022年可比公司研发投入比较

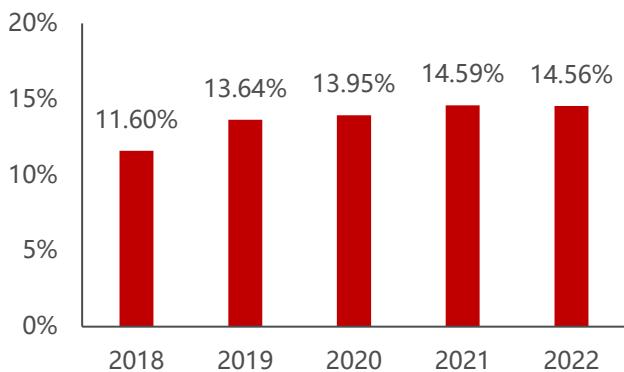
同行业可比公司	研发投入金额 (亿元)	研发投入占营业收入比例
华润三九	6.31	4.12%
康缘药业	5.10	13.97%
同仁堂	3.20	2.19%
济川药业	5.45	7.14%
以岭药业	8.38	8.28%
东阿阿胶	1.48	3.84%
步长制药	6.34	4.02%
同行业平均研发投入金额	5.18	/
天士力	10.16	11.82%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

从研发人员数量占比来看，天士力研发人员在公司总人数中所占的比重逐年上升，近两年维持在14.6%左右。从研发人员学历构成来看，2022年天士力研发

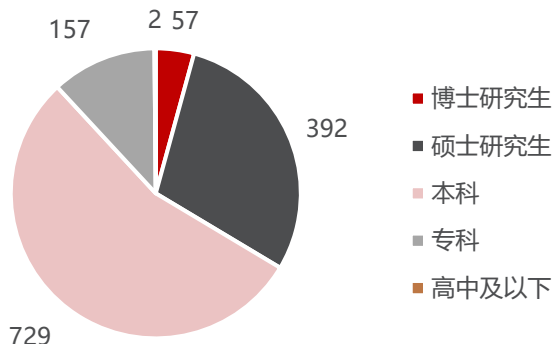
人员 1337 人，硕士及以上学历人员占比超 30%。

图42：2018-2022 天士力研发人员数量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图43：2022 年天士力研发人员学历构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 新产品研发与已上市产品二次开发并行,持续完善优化 化产品组合

研发管线丰富，在研 1 类创新药占比超 40%。公司目前已拥有涵盖 92 款在研产品的研发管线，其中，包括 41 款 1 类创新药，并有 39 款已进入临床试验阶段，24 项处于临床 II、III 期研究阶段。

表11：公司新药研发项目基本情况

研发项目	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	研发所处阶段
安神滴丸	安神滴丸	中药创新药 (1.1 类)	慢性失眠	是	临床 III 期
脊痛宁片	脊痛宁片	中药创新药 (1.1 类)	中轴脊柱关节炎 (肾阳亏虚、瘀血痹阻证)	是	临床 III 期
青术颗粒	青术颗粒	中药创新药 (1.1 类)	原发性急性痛性关节炎 (湿热瘀阻证)	/	临床 III 期
安体威颗粒	安体威颗粒	中药创新药 (1.1 类)	普通感冒 (风寒证)	/	临床 III 期
PXT3003	PXT3003	化药 2.3 类	腓骨肌萎缩症 1A 型 (CMT1A)	是	临床 III 期
新型 PARP 抑制剂 HD-199	TSL-1502 胶囊	化药 1 类	铂敏感/HRD/BRCA 缺陷的肿瘤 (包括: 卵巢癌、乳腺癌、胰腺癌、前列腺癌、小细胞肺癌)	是	临床 I/II 期
培重组人成纤维细胞生长因子 21 类似物注射液	B1344 注射液	治疗用生物制品 1 类、国际申报	II 型糖尿病、非酒精性脂肪肝炎 NASH	是	临床 I 期

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司持续对已上市产品进行二次开发，助力老牌产品焕发新兴市场活力。复方丹参滴丸新增糖尿病视网膜病变适应症，其在海外针对慢性稳定型心绞痛及急性

高原综合征的三期临床试验进行中。普佑克、芪参益气滴丸及养血清脑丸适应症拓展临床试验也已进入临床二期/三期阶段。

表12：公司已上市产品二次开发情况

研发项目	已获批适应症	注册分类	新增适应症或功能主治	是否处方药	研发所处阶段
复方丹参滴丸 FDA 项目	复方丹参滴丸	国际申报	慢性稳定型心绞痛 (stable angina pectoris)	是	临床Ⅲ期
复方丹参滴丸 (T89) 防治急性高原综合症 (AMS) 国际研究项目	复方丹参滴丸	国际申报	急性高原综合症 (AMS)	是	临床Ⅲ期
注射用重组人尿激酶原 (普佑克) 增加急性缺血性脑卒中适应症	注射用重组人尿激酶原	治疗用生物制品 2.2 类	急性缺血性脑卒中	是	临床Ⅲ期
芪参益气滴丸新增慢性心衰适应症	芪参益气滴丸	化药 2.3 类	心衰	是	临床Ⅲ期
养血清脑丸新增阿尔茨海默病 (AD) 适应症	偏头痛	中药第三类	阿尔茨海默病 (AD)	否	临床Ⅱ期
芪参益气滴丸新增糖尿病肾病适应症	芪参益气滴丸	化药 1 类	糖尿病肾病	是	完成Ⅱ期临床试验首次研究者会议

资料来源：公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

随着公司业务结构调整,产品布局不断优化以及核心产品销量的稳步提升,预计 2023-2025 年公司营业收入达到 92/100/109 亿元,同比增速分别为 7%/9%/8%。

其中医药工业板块随着产品二次开发力度加大、人口老龄化,产品渗透率逐渐提升,预计心脑血管领域及肝病领域核心产品有望实现量的增长,我们预计 2023-2025 年营业收入为 78.0/87.0/96.1 亿元,同比增速为 9%/12%/10%,考虑到公司核心产品终端价格维持稳定,我们预计毛利率为 72%/72%/72%。

医药商业板块随着天士力进一步聚焦医药工业发展,医药商业业务陆续出售,预计医药商业板块所占公司总营收的比重将进一步降低,我们预计 2023-2025 年营业收入为 13.5/12.8/12.1 亿元,同比增速为-5%/-5%/-5%,考虑到公司优先出售毛利率较低的业务且资源配置更加合理,预计毛利率为 28%/29%/29%。

其他业务预计 2023-2025 年复合增速 0%,营业收入维持在 0.3 亿元左右,考虑到公司在其他业务未做明显调整,预计毛利率与往年基本相同,维持在 50%左右。

表13: 天士力业绩拆分及盈利预测

年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (百万元)	13,576.11	7,951.96	8,593.20	9,179.78	10,009.86	10,850.80
YOY	-29%	-41%	8%	7%	9%	8%
毛利率	41%	66%	64%	65%	66%	67%
医药工业 (百万元)	6,382.92	6,654.09	7,145.79	7,803.21	8,700.58	9,605.44
YOY	3%	4%	7%	9%	12%	10%
毛利率	74%	74%	71%	72%	72%	72%
医药商业 (百万元)	7,122.38	1,244.01	1,416.59	1,345.76	1,278.47	1,214.55
YOY	-44%	-83%	14%	-5%	-5%	-5%
毛利率	11%	29%	27%	28%	29%	29%
其他 (百万元)	70.81	53.86	30.81	30.81	30.81	30.81
YOY	8%	-24%	-43%	0%	0%	0%
毛利率	39%	46%	57%	50%	50%	50%

资料来源: Ifind, 民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取 6 家中药现代化公司以岭药业、康缘药业、健民集团、新天药业、同仁堂、华润三九作为可比公司,2023-2025 年 PE 均值为 17/14/11 倍。公司作为中药现代化领军企业,现代中药领域优势明显,随着产品结构优化升级,2023-2025 年 EPS 分别为 0.83/0.94/1.07 元/股,PE 分别为 16/15/13 倍,估值水平与

可比公司 PE 均值相当，考虑到公司产品梯队化布局全面，未来业绩具有成长性。

表14：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002603.SZ	以岭药业	18.80	1.41	1.28	1.47	1.68	13	15	13	11
600557.SH	康缘药业	13.93	0.75	0.87	1.06	1.29	19	16	13	11
603998.SH	方盛制药	7.46	0.65	0.39	0.52	0.67	11	19	14	11
002873.SZ	佐力药业	8.29	0.39	0.55	0.7	0.87	21	15	12	10
603439.SH	贵州三力	12.66	0.49	0.65	0.84	1.04	26	19	15	12
000999.SZ	华润三九	56.50	2.48	3.02	3.48	3.99	23	19	16	14
可比公司均值							19	17	14	11
600535.SH	天士力	13.64	-0.17	0.83	0.94	1.07	/	16	15	13

资料来源：ifind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2024 年 2 月 5 日

5.3 投资建议

公司近年来不断调整业务结构，聚焦医药工业发展，立足于现代中药国际化，打造中药、化药、生物药共同发展的产品布局。随着公司梯度化产品组合不断优化以及已上市产品二次开发推进，预计公司核心产品将实现进一步增长，预计 2023-2025 年公司业务营业收入达到 91.8/100.1/108.5 亿元，归母净利润达到 12.5/14.1/16.1 亿元，当前股价的 PE 分别为 16/15/13 倍，当前估值水平与可比公司 PE 均值相当，考虑到公司未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表15：盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,593	9,180	10,010	10,851
增长率 (%)	8.1	6.8	9.0	8.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	-257	1,248	1,407	1,607
增长率 (%)	-110.9	586.6	12.7	14.2
每股收益 (元)	-0.17	0.83	0.94	1.07
PE	/	16	15	13
PB	1.6	1.6	1.5	1.3

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 2 月 5 日收盘价)

6 风险提示

1) 行业政策变化风险。行业安全事件对市场带来不小冲击，也促使相关法律文件频频出台。若公司在监管政策区域严格的环境下不能较好调整与适应，公司经营将面临不利变化。

2) 研发创新风险。药品研发需要经历从研制、临床报批到投产销售的长周期、多环节，因此公司在研项目具有研发失败、竞争品种抢占先机等风险。

3) 原材料波动风险。公司产品以中成药为主，其原料价格受到气候、供需关系、国家新版质量标准等多因素影响，将一定程度上影响产品生产成本。

4) 产品价格下降风险。公司产品受医保、集采、行业内竞争激烈等因素影响，产品终端价格有下降的风险。

5) 竞争加剧风险：随着更多的竞品上市，行业竞争可能加剧，产品市场份额存在不及预期或下滑风险，影响企业营收和利润。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,593	9,180	10,010	10,851
营业成本	3,090	3,169	3,366	3,567
营业税金及附加	134	143	156	169
销售费用	2,880	3,075	3,353	3,635
管理费用	368	395	430	467
研发费用	844	936	1,051	1,139
EBIT	1,347	1,516	1,713	1,938
财务费用	30	58	70	63
资产减值损失	-372	-2	-2	-2
投资收益	-22	0	0	0
营业利润	-153	1,465	1,651	1,884
营业外收支	-8	-5	-5	-5
利润总额	-160	1,460	1,646	1,879
所得税	180	248	280	319
净利润	-341	1,212	1,366	1,560
归属于母公司净利润	-257	1,248	1,407	1,607
EBITDA	1,879	2,066	2,317	2,583

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,110	4,300	4,882	5,689
应收账款及票据	891	1,005	1,096	1,188
预付款项	78	64	68	72
存货	1,516	1,692	1,797	1,904
其他流动资产	3,634	3,726	3,959	4,196
流动资产合计	9,228	10,787	11,802	13,049
长期股权投资	1,026	1,566	1,566	1,566
固定资产	3,549	3,566	3,575	3,583
无形资产	456	567	668	768
非流动资产合计	7,202	7,729	7,735	7,739
资产合计	16,430	18,516	19,537	20,788
短期借款	184	1,215	1,215	1,215
应付账款及票据	869	894	913	938
其他流动负债	1,055	1,079	1,193	1,338
流动负债合计	2,109	3,188	3,321	3,491
长期借款	1,376	1,715	1,715	1,715
其他长期负债	276	262	254	246
非流动负债合计	1,652	1,978	1,970	1,961
负债合计	3,760	5,166	5,291	5,453
股本	1,500	1,500	1,500	1,500
少数股东权益	265	228	188	141
股东权益合计	12,670	13,350	14,246	15,336
负债和股东权益合计	16,430	18,516	19,537	20,788

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.06	6.83	9.04	8.40
EBIT 增长率	2.63	12.50	13.01	13.14
净利润增长率	-110.87	586.59	12.75	14.16
盈利能力 (%)				
毛利率	64.05	65.48	66.38	67.12
净利润率	-2.99	13.60	14.06	14.81
总资产收益率 ROA	-1.56	6.74	7.20	7.73
净资产收益率 ROE	-2.07	9.51	10.01	10.57
偿债能力				
流动比率	4.38	3.38	3.55	3.74
速动比率	3.60	2.83	2.99	3.17
现金比率	1.47	1.35	1.47	1.63
资产负债率 (%)	22.89	27.90	27.08	26.23
经营效率				
应收账款周转天数	37.87	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	179.08	195.04	195.04	195.04
总资产周转率	0.52	0.53	0.53	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	-0.17	0.83	0.94	1.07
每股净资产	8.27	8.75	9.37	10.13
每股经营现金流	1.52	1.04	1.14	1.30
每股股利	0.33	0.33	0.33	0.33
估值分析				
PE	/	16	15	13
PB	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.42	9.48	8.45	7.58
股息收益率 (%)	2.42	2.44	2.44	2.44

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-341	1,212	1,366	1,560
折旧和摊销	532	550	604	645
营运资金变动	579	-322	-373	-374
经营活动现金流	2,285	1,560	1,711	1,949
资本开支	-402	-468	-492	-538
投资	-920	-540	0	0
投资活动现金流	-1,265	-1,021	-522	-558
股权募资	20	0	0	0
债务募资	480	1,370	70	100
筹资活动现金流	-236	622	-637	-615
现金净流量	814	1,190	582	807

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 天士力主要子公司及业务类型.....	5
图 3: 2018-2023 年医药制造业营业收入及增速.....	5
图 4: 2018-2023 年医药制造业利润总额及增速.....	5
图 5: 2017-2022 年我国创新中药受理量 (个).....	7
图 6: 2018~2023Q1-Q3 公司营业总收入及增速.....	7
图 7: 2018~2023H1 公司医药工业、医药商业营业收入及 YOY.....	7
图 8: 2018~2023Q1-Q3 公司归母净利润及增速.....	8
图 9: 2018~2023Q1-Q3 公司扣非归母净利润及增速.....	8
图 10: 2018~2023H1 医药工业板块收入构成.....	8
图 11: 2018~2022 公司医药工业板块毛利率.....	8
图 12: 2018~2023Q3 公司费用率变化情况.....	9
图 13: 2018-2023Q3 公司 ROE 及资产负债率变化情况.....	9
图 14: 2021 年城市居民主要疾病死亡率 (1/10 万).....	11
图 15: 2021 年农村居民主要疾病死亡率 (1/10 万).....	11
图 16: 调查地区居民心脏病与脑血管病患率 (%).....	11
图 17: 调查地区居民高血压患病率 (%).....	11
图 18: 公立医疗端心脑血管中成药规模 2016-2022 (亿元).....	12
图 19: 2018-2022 零售终端市场心脑血管(不含高血压)规模 (亿元).....	12
图 20: 复方丹参滴丸组分及疗效.....	12
图 21: 2000-2045E 中国糖尿病患者人数 (万人).....	13
图 22: 复方丹参滴丸被纳入多项指南并获得多个奖项.....	13
图 23: 复方丹参滴丸治疗冠心病药理学作用机制.....	13
图 24: 2022 年心血管中成药院内销售额 TOP10.....	15
图 25: 2022E 年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品 TOP10.....	15
图 26: 2015-2022 复方丹参滴丸销量及同比增速.....	16
图 27: 养血清脑颗粒/丸纳入指南及获奖情况.....	18
图 28: 2015-2022 年养血清脑颗粒销量及同比增速.....	19
图 29: 2015-2022 年养血清脑丸销量及同比增速.....	19
图 30: 1990-2030E 中国不同年龄段人群的痴呆症患病率变化趋势.....	19
图 31: 芪参益气滴丸纳入指南情况.....	20
图 32: 2015-2022 芪参益气滴丸销量及同比增速.....	20
图 33: 2019-2021 中国三大终端 6 大市场芪参益气滴丸销售情况 (单位: 万元).....	20
图 34: 中国心力衰竭药物市场规模 (十亿美元).....	21
图 35: 中国糖尿病药物市场规模 (亿元).....	21
图 36: 注射用益气复脉纳入医保前后价格 (元/支).....	21
图 37: 注射用益气复脉销量 (万支).....	21
图 38: 2018-2022 普佑克销售收入 (亿元).....	23
图 39: 2015-2021 替莫唑胺胶囊 (蒂清) 销量.....	24
图 40: 2015-2022 水飞蓟宾胶囊 (水林佳) 销量.....	24
图 41: 2019-2022 年公司研发投入 (亿元).....	25
图 42: 2018-2022 天士力研发人员数量占比.....	26
图 43: 2022 年天士力研发人员学历构成.....	26

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要产品.....	4
表 2: 中医药行业主要政策.....	6
表 3: 公司中药板块主要产品.....	10

表 4: 复方丹参滴丸在美国临床试验注册中心申请的临床试验汇总.....	14
表 5: 复方丹参滴丸与同类产品对比.....	15
表 6: 复方丹参滴丸销售额测算.....	17
表 7: 2022Q1 样本医院抗偏头痛药 TOP10 企业.....	18
表 8: 常见心梗溶栓药物比较.....	23
表 9: 公司化药板块主要产品.....	24
表 10: 2022 年可比公司研发投入比较.....	25
表 11: 公司新药研发项目基本情况.....	26
表 12: 公司已上市产品二次开发情况.....	27
表 13: 天士力业绩拆分及盈利预测.....	28
表 14: 可比公司 PE 数据对比.....	29
表 15: 盈利预测与财务指标.....	29
公司财务报表数据预测汇总.....	31

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026