

天士力（600535.SH）—— ——研发销售能力皆优的心脑血管中药龙头

投资评级：买入|首次覆盖

中邮证券研究所 医药团队

蔡明子（首席分析师）

SAC编号：S1340523110001

古意涵（分析师）

SAC编号：S1340523110003

中邮证券

2025年3月2日



公司发展历史：

——丹滴起家，持续扩大产品布局，历经调整期后聚焦中药主业

1.1 公司发展历史：靠丹滴起家，持续扩大产品布局，历经调整期后聚焦中药主业

图表1：公司靠丹滴起家，持续扩大产品布局，历经调整期后聚焦中药主业

初创期：丹滴+养血

1994年5月-公司前身天津市天士力联合制药公司成立；
1998年4月-公司增资改制并更名为天津天士力制药集团有限公司；
1997年12月-丹滴通过FDA IND；
2000年-复方丹参滴丸和养血清脑颗粒进入国家医保目录；
2003年-复方丹参滴丸收入8.2亿，养血清脑颗粒收入0.86亿。

业务布局期

业务新增-2004年新增商业业务板块；
中成药-2004年荆花胃康胶丸、藿香正气滴丸、柴胡滴丸首次进医保；
中药注射剂-2006年获注射用益气复脉证书；
化学药-2004年水林佳进医保；
生物药-2005年普佑克完成新药证书报批；

高速发展期

2008年-养血清脑颗粒和养血清脑丸销量实现放量增长，以水林佳为代表的近年推出的新产品达到高速增长；
2009年-复方丹参滴丸进基药目录；
2011年-注射用丹参多酚酸/普佑克上市；
2013年-完成帝益/圣特/天地药业的收购，形成一核两翼格局；

行业环境：2012年医改政策促进医保、基药药品增长；

调整期

医药工业：

中药-2015年起受到行业环境影响销售增速放缓；丹滴FDA于2018年9月完成III期临床但要求补充资料，目前还在推进；

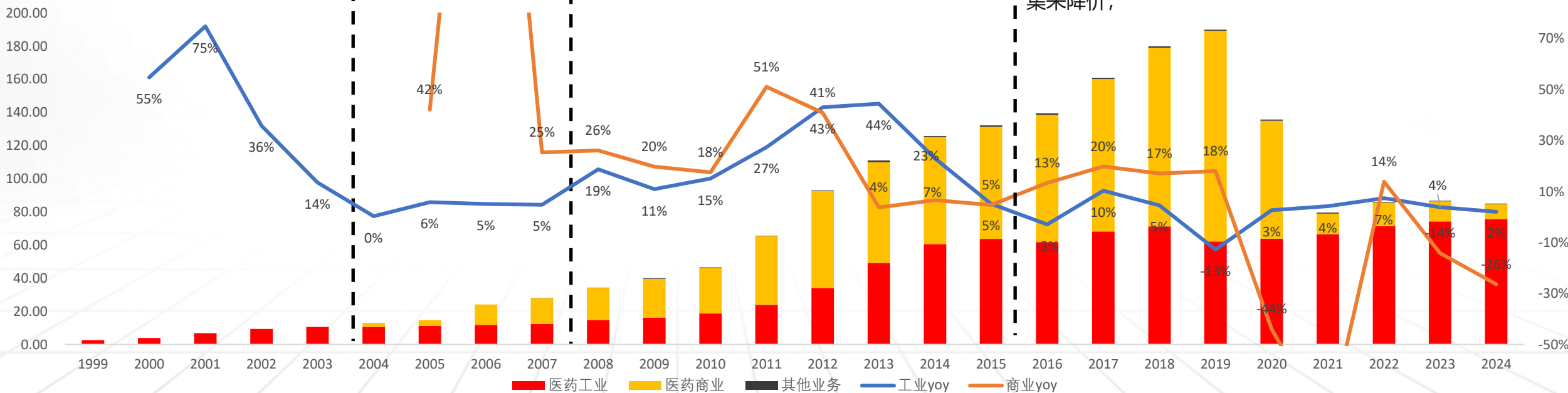
化药-2015年招标降价影响；蒂清2021年国家集采降价53%、2022年7月省际联盟集采降价，从销售峰值近10亿下降至2023年不到2亿；

生物药-2017年天士力生物开启赴港上市，2022年8月中止；

医药商业：2020年8月剥离天士营销，改善资产结构，提升盈利能力；2023年9月剥离零售药房业务；

其他：投资收益

行业环境：2015年起开启医保控费，实施两票制，招标降价，集采降价；



资料来源：Wind、中邮证券研究所 单位：收入（亿元）

请参阅附注免责声明

1.2 管理层：较多具备中药学、药物研发/分析等专业背景，且深耕公司多年

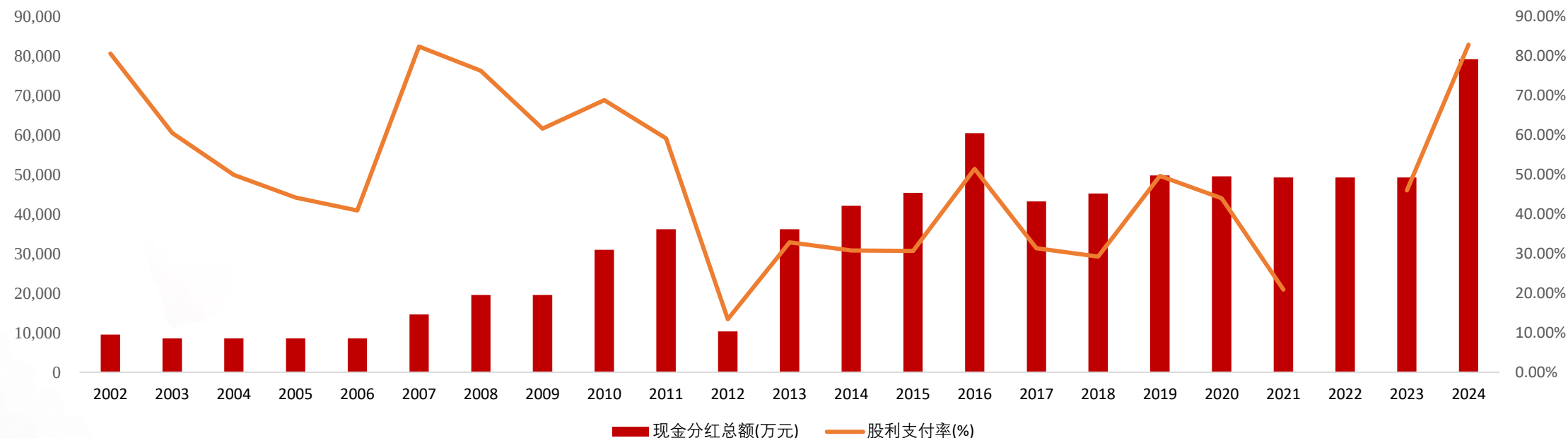
图表2：管理层人员较多具备中药学、药物研发/分析等专业背景，且深耕公司多年

姓名	职务	任职日期	出生年份	学历	任职经历
闫凯境	董事长 董事	2014/3/28 2012/4/21	1979	天津中医药大学中药学博士	2007-2011年担任天士力生物医药产业集团总裁特别助理/总监，2012年担任天士力医药集团总经理，2014年担任天士力医药集团董事长
蒋晓萌	副董事长 董事	2008/12/13 2002/6/30	1964	教授级高级工程师，注册执业药师，国务院特殊津贴专家	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，2002年担任天士力医药董事，2008年担任天士力医药副董事长
孙鹤	副董事长/董事	2015/4/27	1959	教授,博士生导师,药物研发与管理专家,临床药理学和生物药学专家	曾任美国食品药品监督管理局(FDA)定量药理学首席科学家和主审评审官，创新中药关键技术国家重点实验室主任，国家重大新药创制专项总体专家组成员，国家中医药标准化专家技术委员会委员
蔡金勇	董事 总经理	2024/5/8 2024/5/8	1972	南开大学环境科学系本科，南开大学国际商学院硕士毕业，经济师	曾任本公司物流总监，运营总监。
李克新	董事	2024/5/8	1967	天津医科大学药物分析专业毕业，本科学历	曾任天津急救医学研究所药剂师，天津第一中心医院药学部主管药师；天士力医药营销集团商业办主任，代副经理，副经理兼商业办主任，天津大区经理商务分公司副总经理，商务分公司总经理，营销集团副总经理兼营销分公司总经理，非医院板块总经理。2017年至今担任重庆医药集团(天津)医药商业有限公司董事，经理
周水平	董事	2024/5/8	1972	湖南中医药大学中医学学士，北京中医药大学中医内科硕士/博士学位	2004年6月起，历任天士力医药下属天士力集团研究院中药所，药理所所长，科研管理部总监，执行所长。2020年4月任天士力医药副总经理。
闫希军	上任董事长		1953	博士研究生学历，主任药师，国务院特殊津贴专家	1994年5月至1998年4月，任北京军区254医院药剂科党支部书记，主任，天津市天士力联合制药公司党总支书记，总经理 1998年5月至1998年12月，任中国人民解放军北京军区后勤部医药集团党委副书记，总经理，天津天士力制药集团有限公司党委书记，董事长，总经理 1999年1月至2000年3月，任天津天士力制药集团有限公司党委书记，董事长 2000年4月至2014年3月，任天士力医药集团股份有限公司及其前身董事长

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

1.3 对董监高人员已开展两期员工激励，股利支付率整体保持在较高水平

图表3：股利支付率整体保持在较高水平



资料来源：Wind、中邮证券研究所 注：2022年由于利润为负，未计算股利支付率

图表4：对董监高人员已开展两期员工激励

	发布时间	筹资上限	锁定期	存续期	购买股份	持有人
第一期员工持股计划	2017/3/30	2000万元	12个月	24个月（2017.4-2019.4），现已展期至2025.7	506800股（0.047%）2017年利润分配后709520股	16人董高监
第二期员工持股计划	2018/5/21	4094万元	12个月	24个月（2018.8-2020.8），现已展期至2025.7	1831633股（0.12%）	15人董高监

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所

1.4 财务分析：ROE核心影响因素为资产周转率和净利率

■ **ROE回顾：**公司ROE在2007-2014年保持增长，2014年达到近32%的峰值，后续至2020年持续下滑，2021、2022年分别由于处置股权投资收益、公允价值变动损益导致归母净利率变化大，剔除非经常影响后，ROE在2021年达到最低值4.88%，后续提升。

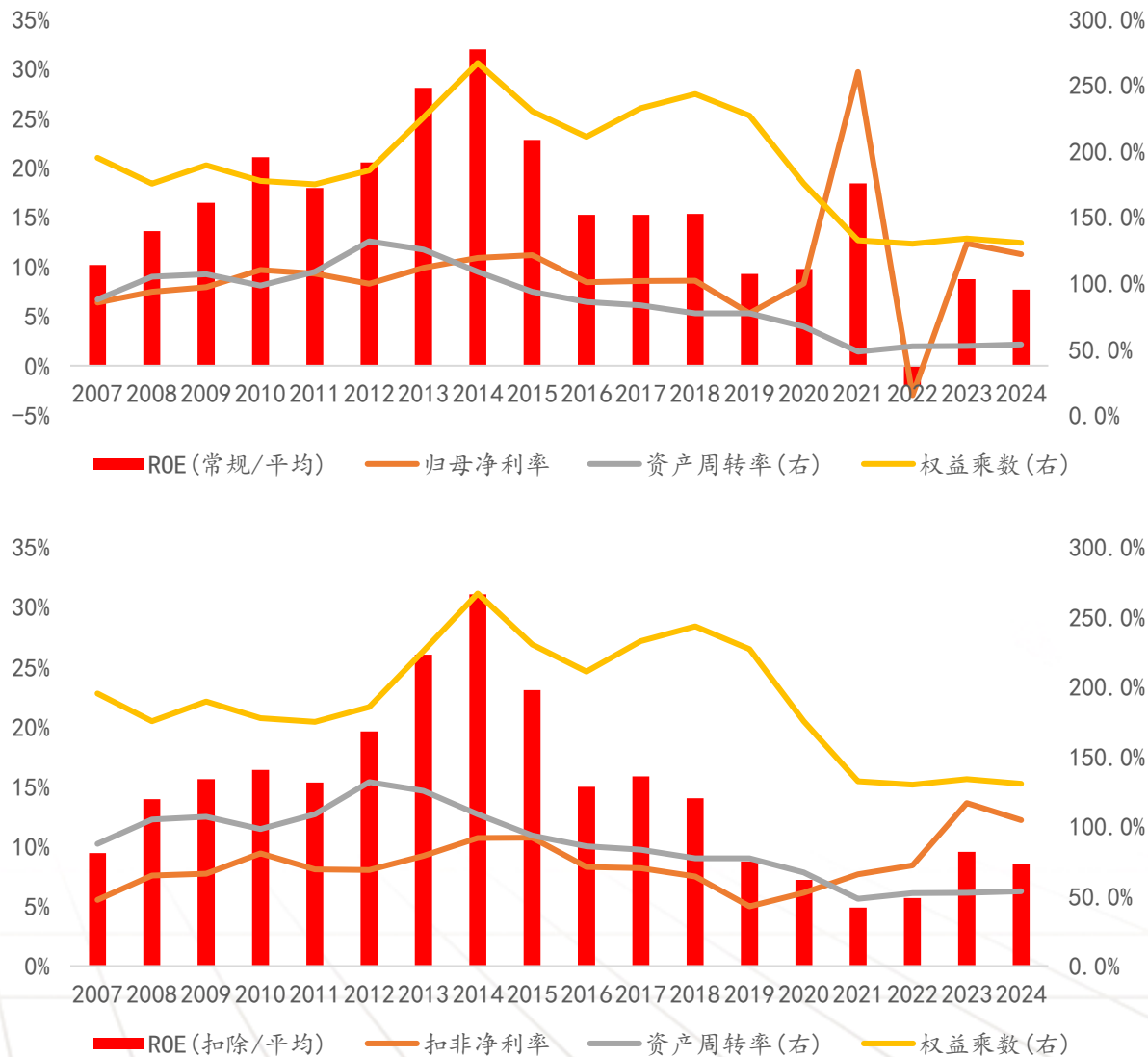
■ ROE影响因素分析：

(1) **扣非净利率**-2015至2019年下滑，2020-2023年持续提升，2024年由于计提开发支出减值近2亿略有下降，但当前仍处于历史较高水平；

(2) **资产周转率**-2012至2021年保持下降趋势，2019年之前收入和总资产皆保持正增长，但资产增速更快，2020年剥离医药商业两者皆下降，总资产2021-2023年保持165亿元水平，收入自2022年开启单位数增长，资产周转率近两年保持50%-55%水平。

(3) **权益乘数**-2015-2018年随资产负债率波动呈V字型变化，2020年处置天士营销股权后公司资产负债率从50%下降至20%，促进权益乘数从2.27下降至1.75，2021-2023年维持1.3出头水平。

图表5：ROE核心影响因素为资产周转率和净利率



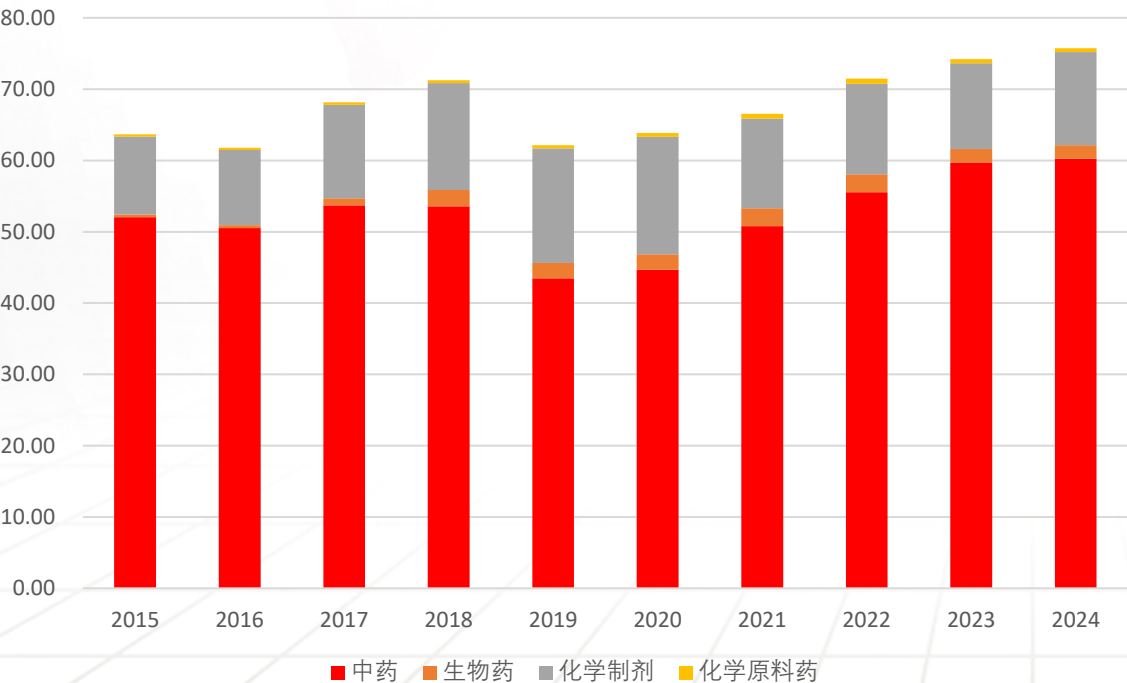


增长驱动因素分析-收入增速

2.1 医药工业收入构成：聚焦中药、心脑血管诊疗领域，已形成产品集群

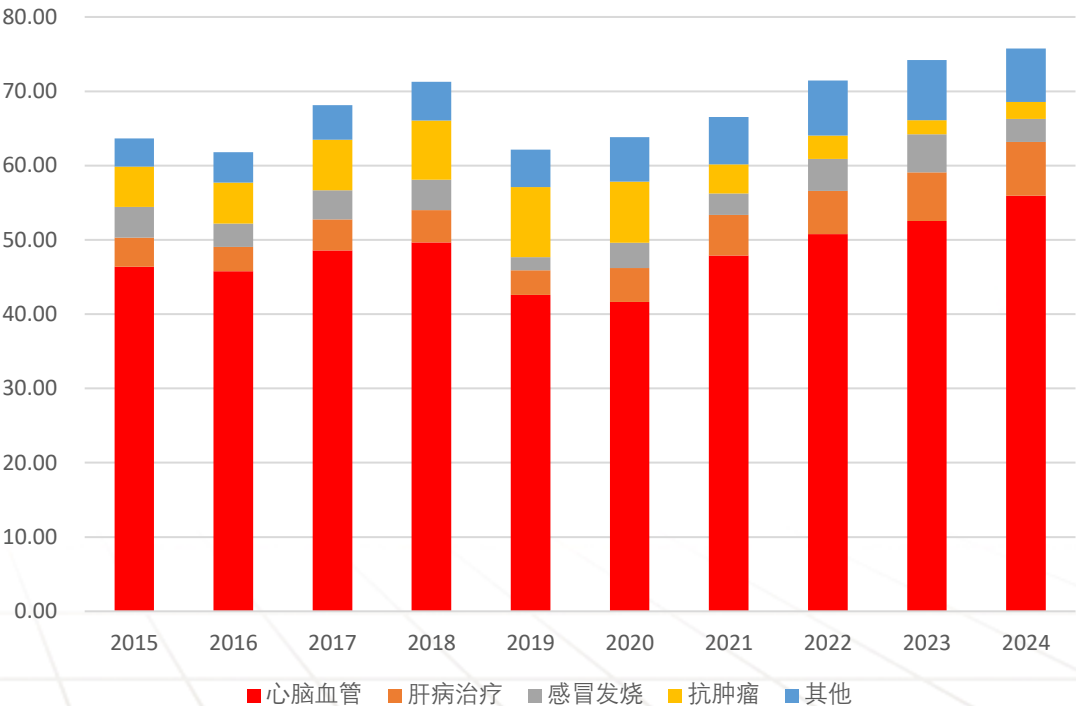
■ **从药品分类来看**，中药收入占医药工业比例维持在80%左右，其次为化学制剂15%-25%；**从诊疗领域来看**，心脑血管占医药工业比例维持在70%-75%，肝病占比也呈现提升趋势，接近10%，感冒发烧为5%左右，抗肿瘤由于蒂清集采从2019年的9.4亿收入规模下降至2023年不到2亿，2024年有所恢复。**从单品种来看**，最大单品为复方丹参滴丸，其次为养血清脑，芪参益气、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸、水林佳的收入占比皆约为5%-10%。

图表6：医药工业收入按药品分类是以中药为主（亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表7：医药工业收入按诊疗领域分类以心脑血管为主（亿元）



资料来源：Wind、中邮证券研究所

2.2 公司心脑血管线独家产品多，拥有集采或医保谈判的身份优势

- 心脑血管占医药工业比例2024年为74%，核心品种为复方丹参滴丸(丹滴)，养血清脑、芪参益气和两个中药注射剂，**心脑血管线独家大单品多，已建立品牌优势、渠道优势，4个品种拥有集采或谈判的身份优势，进院难度较低，3个品种拓展适应症有增量空间**：1) 丹滴自2022年集采，现已进入良好以价换量阶段，且糖网适应症拓展加速；2) 养血清脑、芪参益气皆有拓展适应症；3) 两个中药注射剂仍在医保谈判目录；4) 普佑克脑梗适应症NDA已受理，获批后增量空间较大。

图表8：公司心脑血管独家产品多，拥有集采或医保谈判的身份优势

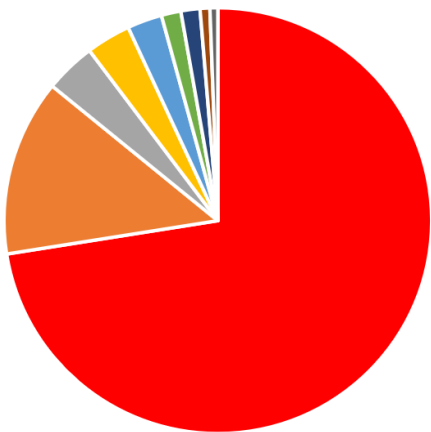
诊疗领域	药品名称	药品类型	适应症	上市时间	是否独家	医保	基药	集采	适应症拓展
心血管	复方丹参滴丸	中成药-Rx	冠心病+糖网	1995	是	2000-甲	2009	22年广东6省集采降价15%	T89 AMS和慢性稳定性心绞痛处于FDA临床III期；2021年获批糖网适应症
	芪参益气滴丸	中成药-Rx	冠心病心绞痛	2003	是	2009-乙	2018	-	糖尿病肾病+慢性心力衰竭2个适应症临床II期
	注射用益气复脉	中药注射剂	冠心病	2006	是	2019-乙-谈判	-	-	-
	赖诺普利氢氯噻嗪片	化学药-Rx	高血压-非初期	2008	否，2	2017-乙	-	-	-
	普佑克	生物药-Rx	急性心梗	2011	是	2017-乙	-	-	急性缺血性脑卒中-24年8月CDE受理
脑血管	养血清脑丸	中成药-OTC	慢性脑供血不足引起的头晕头痛；	2006	是	2009-甲(2019)	2012	-	AD适应症临床II期
	养血清脑颗粒	中成药-OTC	偏头痛及紧张性头痛	1996	是	2000-甲(2019)	2012	-	
	注射用丹参多酚酸	中药注射剂	轻中度脑梗死恢复期	2011	是	2019-乙-谈判	-	-	-

资料来源：Wind、CDE、药智网、中邮证券研究所

2.3.1 心血管-冠心病患病率和年龄正相关，超一半冠心病为心绞痛

- 根据《中国心血管健康与疾病报告2023》，中国心血管疾病(CVD)在我国城乡居民疾病死亡构成比中占首位（城市47%/农村49%），且患病率处于持续上升阶段，推算CVD现患人数3.3亿，其中高血压患者占主导，其次为外周动脉疾病、卒中、**冠心病(CHD, 1139万)**。
- **冠心病发病率和年龄相关程度大，发病率持续上升**：1990-2019年，中国1-79岁CHD年龄标化发病率从177/10万人年上升至197万人年，老龄化下发病率预计继续提升。
- **冠心病收治患者集中在三级医院，出院诊断结果超半数为中心绞痛**。2022年收治CHD住院患者的医院有4961家，共收治CHD住院患者612.7万人次，其中三级医院419.5万人次。冠心病住院患者超半数为中心绞痛患者，在并发症方面，冠心病合并高血压的比例为60.9%。

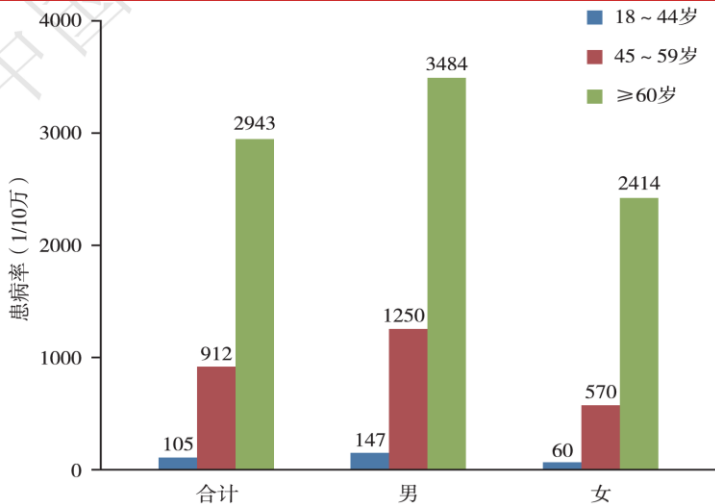
图表11：心血管疾病主要为高血压，冠心病患者人数数量排第四



■ 高血压 ■ 外周动脉疾病 ■ 卒中 ■ 冠心病 ■ 心力衰竭 ■ 肺源性心脏病 ■ 心房颤动 ■ 风湿性心脏病 ■ 先天性心脏病

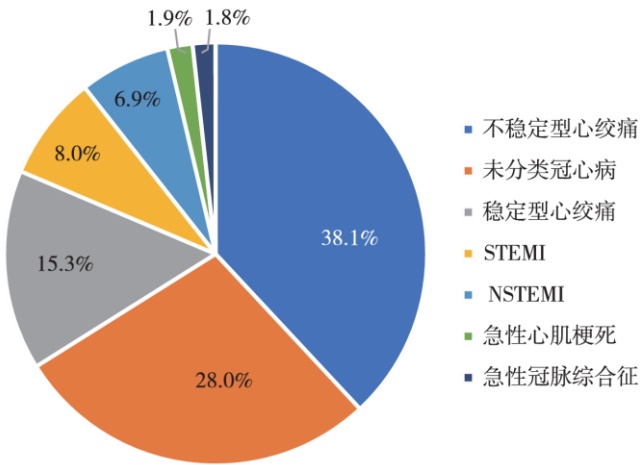
资料来源：《中国心血管健康与疾病报告2023》、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表9：随年龄增长冠心病患病率呈现快速升高趋势



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告2023》、中邮证券研究所

图表10：2022年冠心病出院诊断结果53.4%为中心绞痛



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告2023》、中邮证券研究所

2.3.2 心血管-中药竞争格局：TOP10市占率40%+，大多为口服制剂，丹滴排第一

- 心血管TOP 10产品前五大皆为口服，丹滴和麝香保心丸在2022年已被集采，价格降幅温和，且丹滴的日服用价格最低。稳心颗粒和参松养心主要治疗心率不齐，芪苈强心胶囊主要治疗心衰，和公司三大心血管药品适应症不同（冠心病）。
- 丹滴增长空间：一是中药口服制剂份额有望进一步提升，二是区域联盟集采身份促进丹滴进院加快，三是糖网适应症加速拓展。

图表12：2023年中国心血管疾病中成药产品TOP10中丹滴排名第一

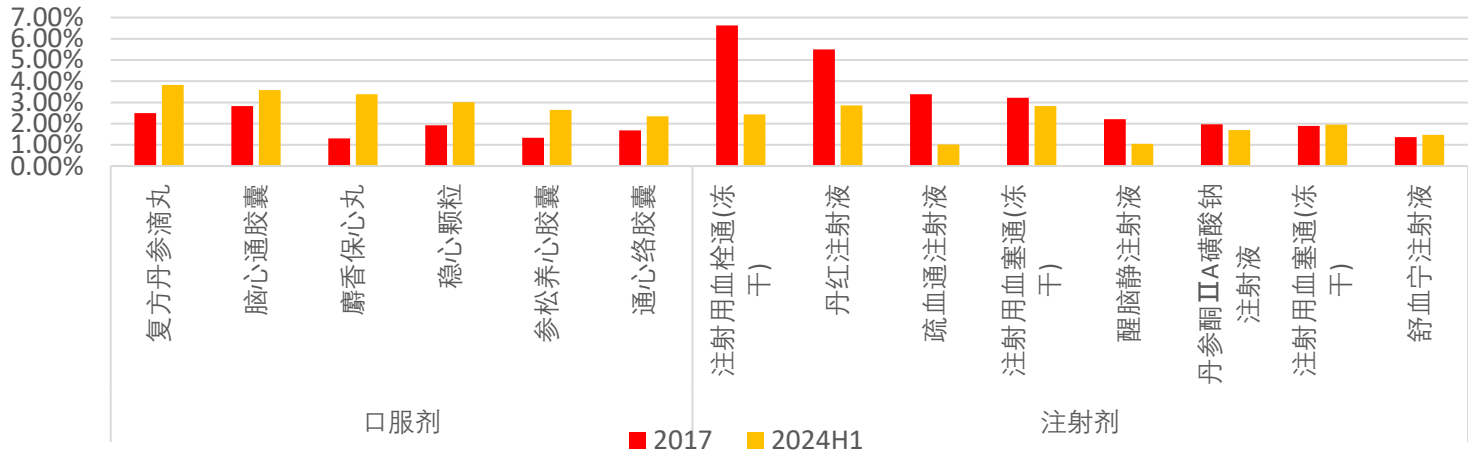
排名	药品名称	厂家	适应症	是否独家	医保	基药	集采	服用疗程	日服用金额 (元)	2023年销售 额(亿元)	2023年销售 额yoy	2023年市 占率
1	复方丹参滴丸	天士力	冠心病心绞痛+糖网	是	2000-甲	2009	2022年广东6省集采降价15%	一次10丸，一日3次	3.70	39.06	1.34%	7.54%
2	麝香保心丸	上海和黄药业	冠心病	是	2009-甲	2009	2022年广东6省集采降价8%，京津冀3+N集采价格同广东联盟集采	一次1-2丸，一日3次	4.22	29.68	8.97%	5.73%
3	稳心颗粒	步长制药	室性早搏/房性早搏	是	2009-乙	2012	安徽2024年中成药集采	一次1袋，一日3次	8.88	27.25	18.49%	5.26%
4	参松养心胶囊	以岭药业	室性早搏	是	2009-甲	2012	安徽2024年中成药集采	一次2-4粒，一日3次	8.49	26.88	6.47%	5.19%
5	通心络胶囊	以岭药业	冠心病心绞痛+卒中	是	2009-甲	2009	安徽2024年中成药集采	一次2-4粒，一日3次	10.55	22.84	0.86%	4.41%
6	舒血宁注射液	珍宝岛/神威药业等	冠心病心绞痛+脑栓塞+脑血管痉挛	否，9	2009-乙	-	京津冀3+N集采，湖北中成药集采第一批	每日20ml静脉滴注	-	19.11	11.49%	3.69%
7	芪苈强心胶囊	以岭药业	冠心病、高血压所致轻/中度充血性心力衰竭	是	2009-甲	2018	-	一次4粒，一日3次	10.91	18.49	2.46%	3.57%
8	香丹注射液	教东药业/神威药业等	心绞痛+心肌梗塞	否，62	2009-甲	-	全国中成药采购联盟集采	每次10-20ml静脉滴注	-	16.84	58.17%	3.25%
9	速效救心丸	达仁堂	冠心病心绞痛	是	2009-甲	2009	-	一次4-6丸，一日3次	4.56	16.58	9.49%	3.20%
10	丹参注射液	国药集团宜宾制药/神威药业	冠心病心绞痛	否，39	2009-甲	2009	湖北中成药集采第一批	每日10-20ml静脉滴注	-	16.16	151.06%	3.12%

资料来源：米内网、药智网、广东/安徽/天津药械采购平台官网、中邮证券研究所

2.3.3 心血管-注射剂厂家多且价格差异大，口服制剂占比有望进一步扩大

■ **心脑血管中成药逐渐以口服为主：**2017至2024H1，中国公立医疗机构终端心脑血管中成药TOP 20从注射液为主(14个注射液)到口服液为主(11个口服)，从右图来看，2017年上榜口服剂市场份额皆有明显提升，2024H1上榜的注射剂除了舒血宁和昆药集团的注射用血栓通(冻干)略微有提升，其他皆下降。

图表13：2017到2024H1中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药逐渐以口服为主



■ **心血管中药注射剂厂家多，价格差异大：**2023年中国心血管疾病中成药产品TOP10上榜的有3个中药注射剂，舒血宁、香丹、丹参，右图为京津冀3+N集采中选品种，可以看到价格差异较大。

资料来源：米内网、中邮证券研究所

图表14：京津冀“3+N”拟中选中药注射剂价格差异较大（元）

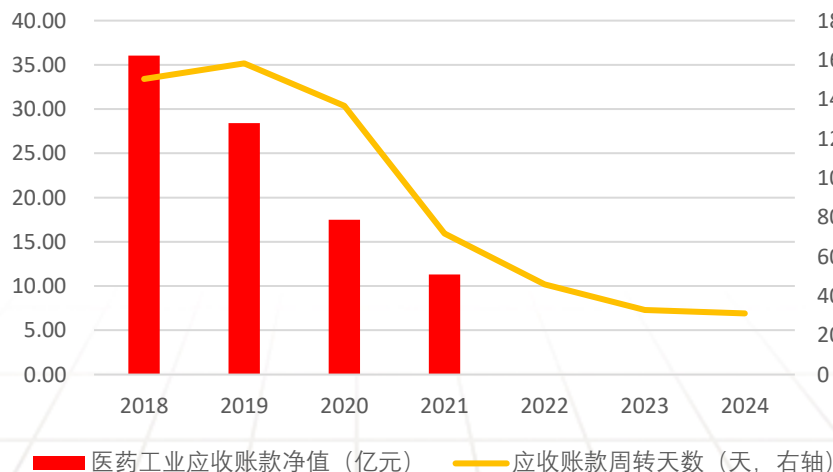
医保目录名	注册规格	包装规格	申报企业	中选价
丹参注射液	每支装10ml	玻璃安瓿装,5支/盒	常熟雷允上制药有限公司	10.99
丹参注射液	每支装10ml	安瓿装, 5支/盒	福建古田药业有限公司	1.50
丹参注射液	每支装10ml	玻璃安瓿装, 每盒5支。	广东雷允上药业有限公司	105.11
丹参注射液	每支装2ml	玻璃安瓿装, 每盒10支。	广东雷允上药业有限公司	23.68
丹参注射液	每支装10ml	低硼硅玻璃安瓿,5支/盒。	国药集团宜宾制药有限责任公司	27.60
丹参注射液	2ml/支	10支/盒	河南同源制药有限公司	23.90
丹参注射液	每支装2ml	低硼硅玻璃安瓿, 2ml/支 10支/盒	河南同源制药有限公司	23.90
丹参注射液	每支装2ml	安瓿,2ml×10支/盒。	江苏恒沅药业有限公司	8.78
丹参注射液	每支装2ml	安瓿瓶装 2ml/支×10支/盒	江苏神龙药业有限公司	16.20
丹参注射液	每支装2ml	低硼硅玻璃安瓿包装。2ml×10支	朗致集团万荣药业有限公司	24.60
丹参注射液	每支装10ml	安瓿装,每盒5支	神威药业集团有限公司	1.98
丹参注射液	10ml	低硼硅玻璃安瓿装, 5支/盒。	四川升和药业股份有限公司	1.68
丹参注射液	每支装10ml	低硼硅玻璃安瓿,每盒5支。	通化惠康生物制药有限公司	27.60
丹参注射液	每支装10ml	低硼硅玻璃安瓿, 每盒5支。	通化惠康生物制药有限公司	27.60
舒血宁注射液	每支装5ml,折合银杏叶提取物为17.5mg (含总黄酮醇苷4.2mg;含银杏内酯0.70mg)	安瓿, 每支装5ml, 10支/盒	北京华润高科天然药物有限公司	14.29
舒血宁注射液	每支装10ml (含总黄酮醇苷8.4mg、银杏内酯1.40mg)	低硼硅玻璃安瓿, 每支装10ml。每盒装5支。	哈尔滨市方圣医药科技有限公司	91.64
舒血宁注射液	每支2ml,折合银杏叶提取物为7.0mg (含总黄酮醇苷1.68mg;含银杏内酯0.28mg)	低硼硅玻璃安瓿,每盒10支。	黑龙江珍宝岛药业股份有限公司	4.50
舒血宁注射液	每支装10ml (含黄酮醇苷8.4mg、银杏内酯1.4mg)	低硼硅玻璃安瓿包装。10ml×2支	朗致集团万荣药业有限公司	99.80
舒血宁注射液	5ml	安瓿, 每盒10支	山西太原药业有限公司	10.28
舒血宁注射液	每支5ml,折合银杏叶提取物为17.5mg (含总黄酮醇苷4.2mg;含银杏内酯0.70mg)	安瓿装。5支 / 盒。	山西振东泰盛制药有限公司	3.36
舒血宁注射液	每支装5ml	安瓿装,每盒5支。	神威药业集团有限公司	9.35
舒血宁注射液	每支装5ml,折合银杏叶提取物为17.5mg (含总黄酮醇苷4.2mg;含银杏内酯0.70mg)	低硼硅玻璃安瓿瓶,每盒5支。	石药银湖制药有限公司	9.30

资料来源：天津市医药采购中心、中邮证券研究所

2.3.4 心血管-核心产品皆为独家，拥有集采/医保谈判/基药等资质，利好入院

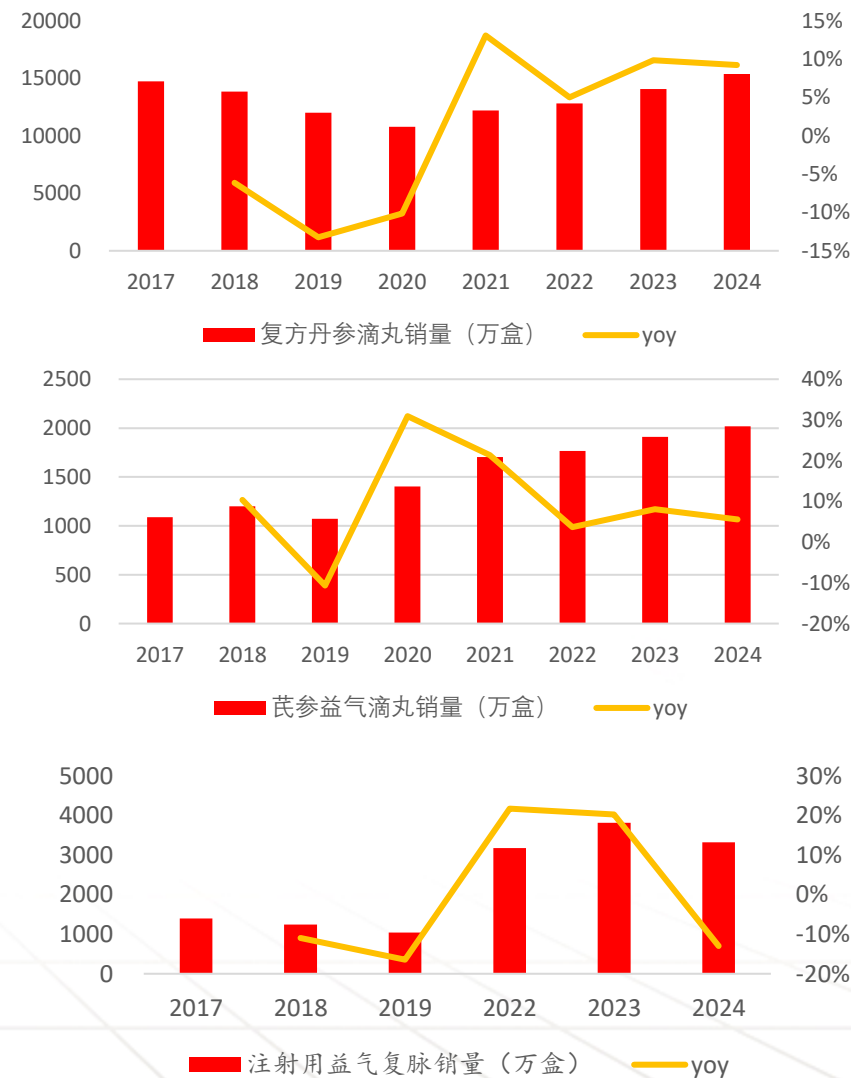
- 2014-2018年公司渠道库存持续增加，导致2018年开始公司大部分药品销售收入减少，去库存到2021年基本完成。
- **复方丹参滴丸**在2021年恢复增长，2022-2024年销量增速维持在5%-10%，2022年广东6省联盟中成药集采纳入丹滴，降价15%，后续京津冀3+N继续将其纳入，**丹滴受益集采当前销量增速提升**；价格方面，2025年1月广东联盟集采续约，合计16省，**丹滴拟中选价格维持此前价格**，考虑到其为心血管TOP10产品中日均服用金额最低，预计未来价格下降风险不大。
- **芪参益气滴丸**：近年基本保持双位数增长，当前还在拓展心衰、糖尿病肾病适应症，两个适应症的中成药竞品少，但需求仍较大，未来仍有较大拓展空间。
- **注射用益气复脉**：独家产品，自19年通过谈判纳入医保目录保持20%+销量增长，价格在23年底下降3.5%，降幅温和，2024年由于2023年新冠带来的较高基数销量下滑，后续在医保谈判资质下预计能维持稳定销售额。

图表15：2018-2021年工业去渠道库存基本完成



资料来源：公司年报、Wind、中邮证券研究所

图表16：三大心血管产品销量增速在2020年恢复



资料来源：公司年报、中邮证券研究所

2.4.1 脑血管-中成药-养血清脑：头痛（偏头痛）市占率第一，拓展AD适应症

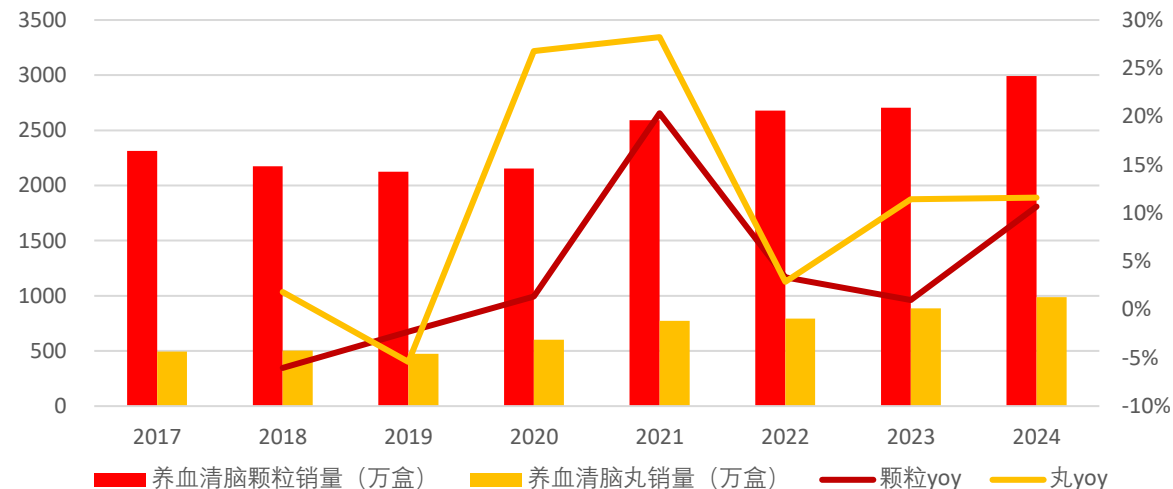
■ **养血清脑在其治疗领域市占率第一，有基药优势，拓展AD适应症：**养血清脑（颗粒/丸）为公司独家产品，上市将近30年，被用于治疗偏头痛及紧张性头痛。根据国际头痛学会于2018年颁布的第三版《头痛疾病的国际分类》，养血清脑在偏头痛、紧张性头痛、部分继发性头痛皆有临床证据。**在中国公立医疗机构终端中为头痛药（偏头痛）第一/二名（颗粒/丸），2023年销售额增长率分别为7.05%/19.75%，在中国零售药店终端为头痛药（偏头痛）第一/四名（颗粒/丸），**皆排名前列。养血清脑为基药，当前国家基层医疗下沉政策还在加速，公司采取激励扩大基层销售优势，且养血清脑丸正在开展治疗轻中度阿尔茨海默病的临床II期，未来有望保持较好增长。

图表18：养血清脑拥有基药优势，且日服用价格较低

市占率排名	药品名称	生产厂家	是否独家	是否基药	医保情况	服用疗程	日服用价格（元）
1	养血清脑颗粒	天士力	是	2012	2000-乙	一次4克，一日3次	6.26
2	养血清脑丸	天士力	是	2012	2009-乙	一次1袋，一日3次	6.86
3	通天口服液	太极集团	是	2018	2009-乙	一次10ml，一日3次	16.50
4	天麻醒脑胶囊	云南永孜堂制药	是	否	2017-乙	一次2粒，一日3次	5.94
5	丹珍头痛胶囊	青海益欣药业	是	2012	2009-甲	一次3-4粒，一日3次	12.41
6	天舒胶囊	康缘药业	是	否	2009-甲	一次4粒，一日3次	9.00

资料来源：米内网、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表17：近年养血清脑颗粒/丸销量（万盒）保持较好增长



资料来源：公司年报、中邮证券研究所

图表19：养血清脑在偏头痛/紧张性头痛/部分继发性头痛皆有临床证据

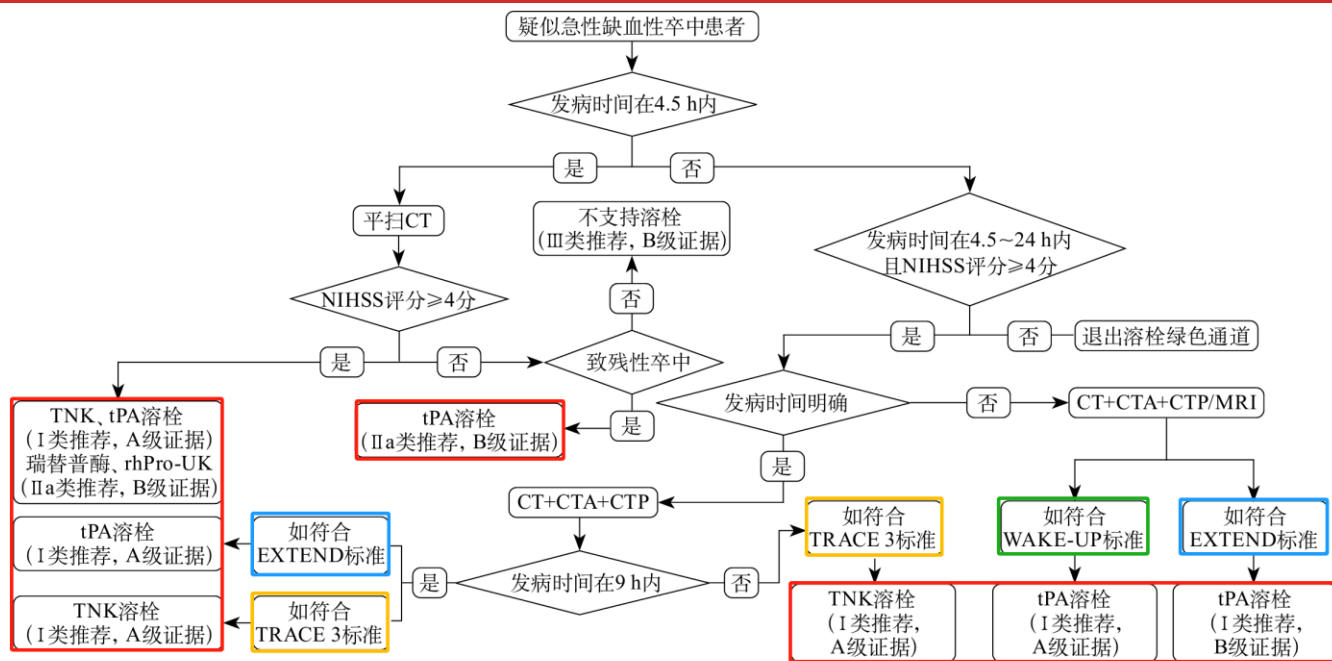


资料来源：《头痛疾病的国际分类》、中邮证券研究所

2.4.2 脑血管-生物药-普佑克潜在发展空间大

- 国内卒中治疗率随着卒中中心加大建设持续增加，但仍有很大提升空间：我国每年约有200万卒中新发病例，其中缺血性卒中约占80%。2019至2020年我国卒中中心单位的总体AIS的静脉溶栓率为5.64%，血管内治疗率仅1.45%（样本为938家三级医院和786家二级医院），虽然较2010年有明显提升（静脉溶栓率仅0.38%），但国家卫健委提出“到2030年，所有二级以上医院卒中中心均开展静脉溶栓技术”，仍有很大提升空间。
- 急性缺血性卒中治疗指南推荐诊疗方式中，静脉溶栓优先于机械取栓，静脉溶栓主要用于4.5h内，超过4.5h则要求患者满足一定条件，否则不推荐使用（有出血风险）；阿替普酶是使用最普遍的静脉溶栓药物，但存在依赖进口、费用高、常断药等问题，中国卒中学会在2024年中国血管神经病学论坛提出后续加大使用经过国内科研团队优化生产工艺的替奈普酶、瑞替普酶、重组人尿激酶原3个药品。
- 重组人尿激酶原（rhPro-UK）是一种基因工程制备药物，属于非组织型纤溶酶原激活物，在体内可持续发挥溶栓作用，安全性更高。普佑克为国内唯一获批上市的重组人尿激酶原产品，2011年获批上市，适应症为心梗。《柳叶刀-神经病学》在2024年刊登普佑克IIIc期验证性试验结果，表明普佑克相较阿替普酶疗效相当，颅内出血事件发生率低于阿替普酶组，天士力于24年8月向CDE递交了针对脑梗适应症的新药申请。

图表20：静脉溶栓为急性缺血性卒中治疗首选

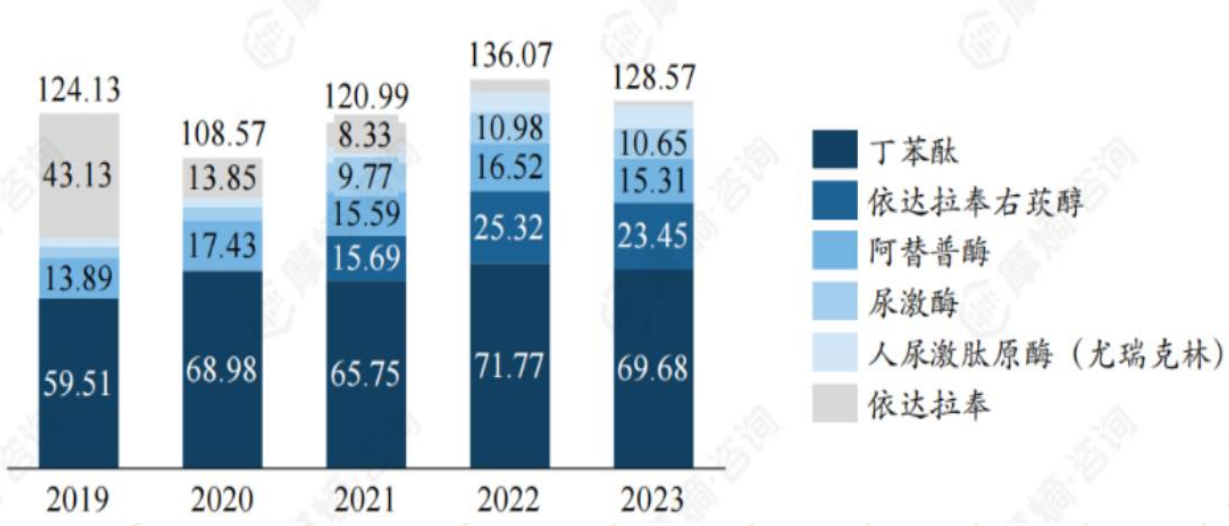


资料来源：《中国卒中学会急性缺血性卒中再灌注治疗指南2024》、中邮证券研究所

2.4.2 脑血管-生物药-普佑克潜在发展空间大

- **市场规模方面**，国内缺血性脑卒中药物销售额合计在百亿以上。**当前静脉溶栓药物主要为阿替普酶、尿激酶**。阿替普酶销售规模保持在15亿左右，勃林格殷格翰(BI)占据了国内全部市场；**尿激酶**虽然在溶栓治疗中更易出现出血副作用，但其显著的价格优势使它在国内基层医疗机构中广泛使用，销售规模近年快速增长。
- 在首都医科大学附属北京天坛医院王拥军/李姝雅教授团队的研究下，第三代溶栓药的疗效和安全性循证医学证据持续积累，为当前以阿替普酶为主的急性脑卒中诊疗提供了更多用药选择，我国在2024年批准了替奈普酶、瑞替普酶的上市申请，天士力研发的普佑克也有望在2025年获批上市。第三代溶栓药各有特点，替奈普酶单次静脉注射给药方式仅需5-10秒即可完成，瑞替普酶在4.5h内的疗效(90天达到良好功能结局)优异，普佑克在疗效不劣于阿替普酶的基础上安全性更加优异。从用药负担来看，瑞替普酶价格较低，其次为普佑克。

图表21：2019-2023年国内缺血性脑卒中主要产品销售额（亿元）



资料来源：摩熵医药、中邮证券研究所

图表22：三代溶栓药在急性缺血性卒中适应症上的使用对比

	第一代溶栓药	第二代溶栓药	第三代溶栓药		
药品名称	尿激酶	阿替普酶	替奈普酶	瑞替普酶	重组人尿激酶原
商品名	洛欣	爱通立	明复乐	瑞通立	普佑克
厂家	多厂家	勃林格殷格翰	石药集团	华润昂德生物药业	天士力
获批急性缺血性卒中时间	较早上市	较早上市	2024年2月	2024年12月	预计2025年
规格	0.1miu	50mg	0.1miu/16mg	18mg/10ml	5mg/0.5miu
单位规格最新中标价（元）	137	3570	3688	1399	508
使用量	1-1.5miu	0.9mg/kg	0.25mg/kg	36mg	35mg
单个患者治疗费用（元）	1370-2055	3856-5141	3458-4610	2798	3556

资料来源：药智网、摩熵医药、中邮证券研究所
注：阿替普酶和替奈普酶使用量按照体重计算，治疗费用基于60-80kg体重的假设

2.5 化药：创仿结合，产品结构持续优化，贡献稳定增量

■ 截至2024年底，化学药板块布局65款产品，化学制剂包括水佳林、蒂清等41个品种，化学原料药包括替莫唑胺、氟他胺等22个品种。2021年之前，化学制剂核心产品为蒂清，经历2021年集采价格大幅下滑，蒂清收入从最高10亿左右下降至24年不到2亿，但由于水林佳增长快速，维持21-23年化药收入平稳，叠加新品增量，24年实现双位数增长。

■ 公司化学药创仿结合研发管线持续优化，创新药方面，治疗腓骨肌萎缩症的PXT3003临床III期全部受试者出组，进行数据统计分析；1类创新药PARP抑制剂推进II期临床试验；1类创新药抗抑郁JS1-1-01临床II期完成全部受试者出组。仿制药方面，每年有几个化药仿制药上市，贡献增量。

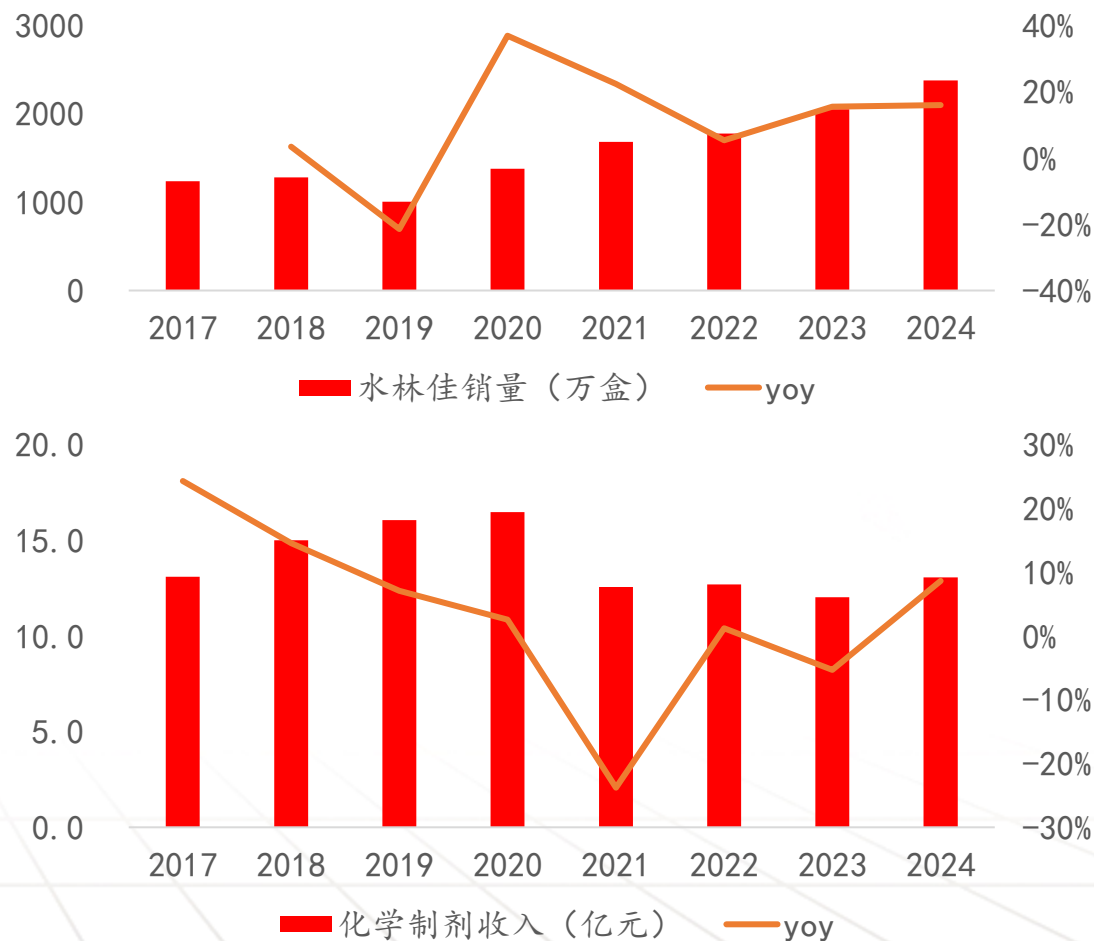
图表24：公司每年上市几个仿制药品种，贡献增量

获批时间	药品名称	生产厂家	市场规模	适应症	研发投入（万元）
2024/12	巴氯芬口服溶液	天士力为国内首家获批	1.86亿	多发性硬化症所引起的严重但可逆的肌肉痉挛	1102.61
2024/9	盐酸丙卡特罗口服溶液	5家企业通过或视同通过一致性评价	3.3亿	缓解部分疾病引起的呼吸道阻塞性障碍引起的呼吸困难等症状	693.02
2024/7	盐酸达泊西汀片	33家厂家	13.8亿	18至64岁男性早泄（PE）患者的治疗	815.54
2023/8	利伐沙班片	53家厂家	17.51亿	新型口服抗凝药	995.56
2023/3	注射用尼可地尔	2家企业通过或视同通过一致性评价	13.01亿	不稳定型心绞痛	575.88

资料来源：公司公告、药智网、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：化药板块因蒂清集采下滑，但水林佳增长促进规模恢复



资料来源：公司年报、Wind、中邮证券研究所

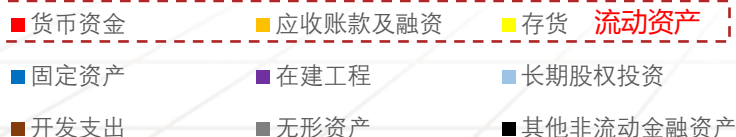
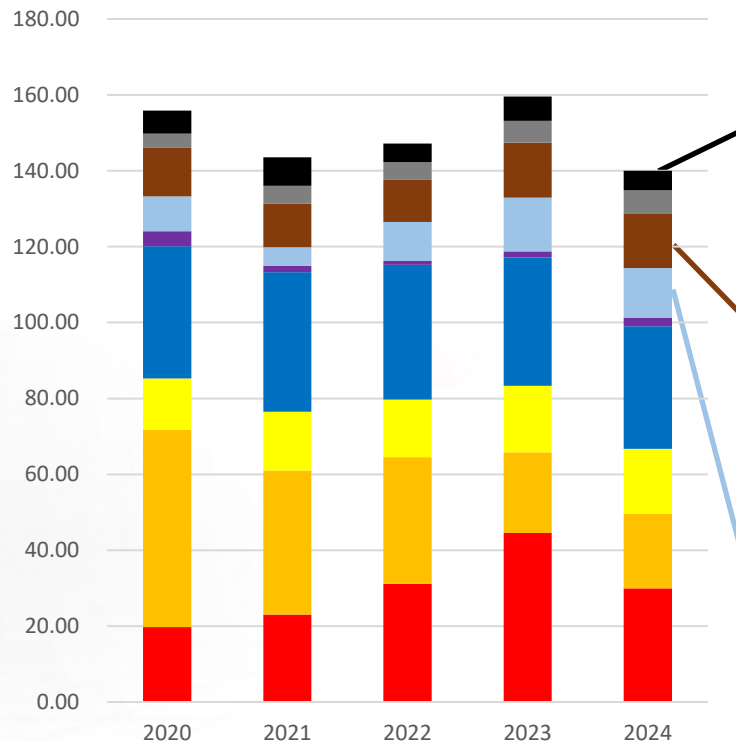
三

增长驱动因素分析-资产投入产出效率

3. 资产投入产出效率：此前产生减值/损失，华润入主后有望改善

图表25：资产投入产出效率此前产生较多减值/损失

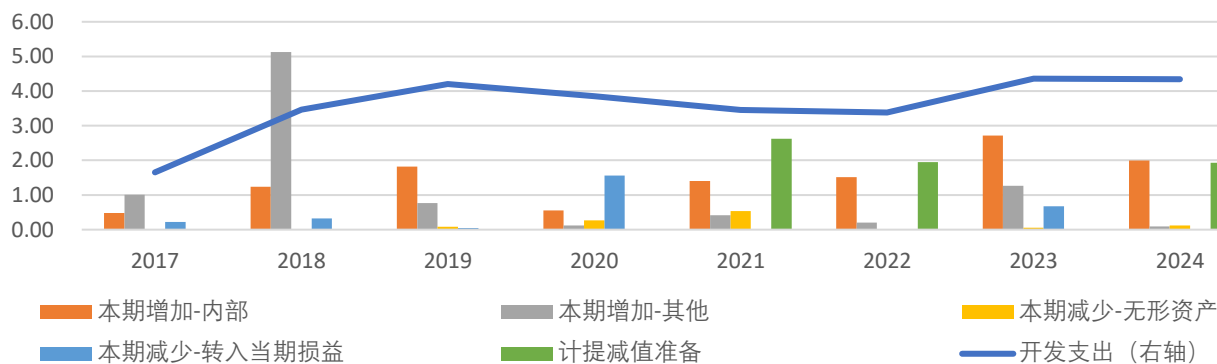
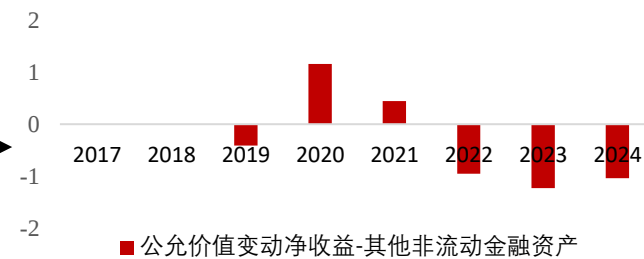
单位：亿元



(1) 股票投资情况		
被投资单位	期末数	期初数
CARgen Therapeutics Holdings Limited	23,975,860.26	43,065,593.47
小计	23,975,860.26	43,065,593.47

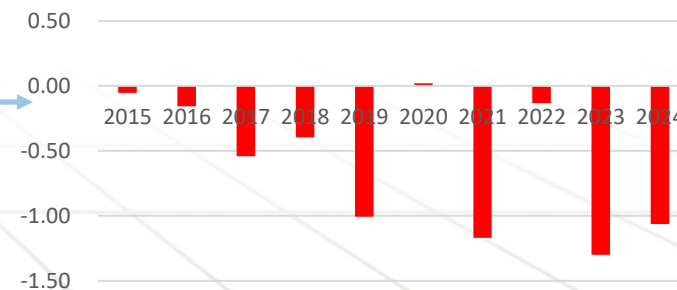
(2) 股权投资情况		
被投资单位	期末数	期初数
南京三迭纪医药科技有限公司	110,000,000.00	109,315,989.61
华益信诚医疗健康投资成都合伙企业(有限合伙)	13,296,919.91	18,899,676.97
Cormorant Private Healthcare Offshore Fund I, LP	3,481,599.08	14,188,627.43
Genova Inc. Limited	64,788,240.40	64,788,240.40
广州必思特医药股份有限公司	61,000,000.00	61,000,000.00
石家庄慈科医疗科技有限公司	120,000.00	120,000.00

(3) 可转换公司债券情况		
被投资单位	期末数	期初数
永泰生物制药有限公司	300,000,000.00	326,838,986.65
小计	300,000,000.00	326,838,986.65



被投资单位	主要业务	持股比例 (%)
上海颜氏中医药科技有限公司	医药研究	35.29
天津商汇投资(控股)有限公司	投资	24.99
天士力国际基因网络药物创新中心有限公司	药品研发	65.00
天津现代创新中药科技有限公司	中医药技术开发	16.67
派格生物医药(杭州)股份有限公司	研发	3.47
颖奕干细胞生物科技(海南)有限公司	研发	7.49
天士力赛康医学工程科技有限公司	医疗器械	51.00
北京仁诚神经肿瘤生物技术工程研究中心有限公司	研发	49.00
浙江脉界生物医药有限公司	研发	24.00
合肥力成药业有限公司	研发	14.69
绍兴天士力生物医药产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)	投资	39.00
永泰生物制药有限公司	研发	18.87
上海欣峰制药有限公司	研发生产	7.87

权益法核算的长期股权投资收益(投资收益)



四

增长驱动因素分析-净利率

4.1 净利率-分业务毛利率稳健，销售费用率仍有优化空间，其他费率控制较好

分业务毛利率稳健： 由于公司2020年剥离了天士力营销，毛利率提升明显，但分业务来看，医药工业毛利率稳定在70%-75%，医药商业在剥离了天士力营销后毛利率提升，当前在30%的水平且有提升趋势。

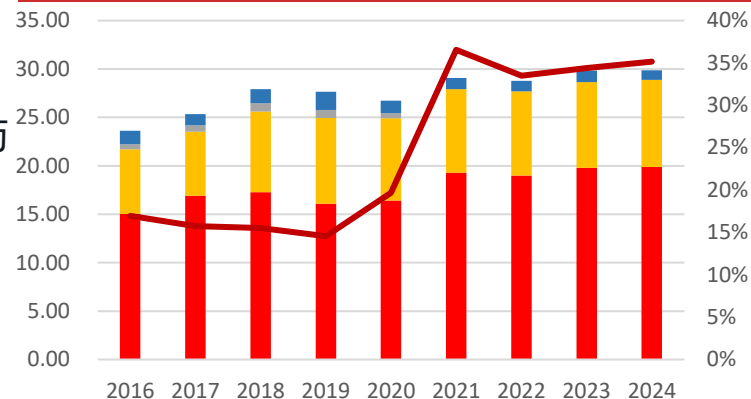
期间费率：

销售费用方面， 约65%为广告宣传推广费，近两年绝对值变化不大；

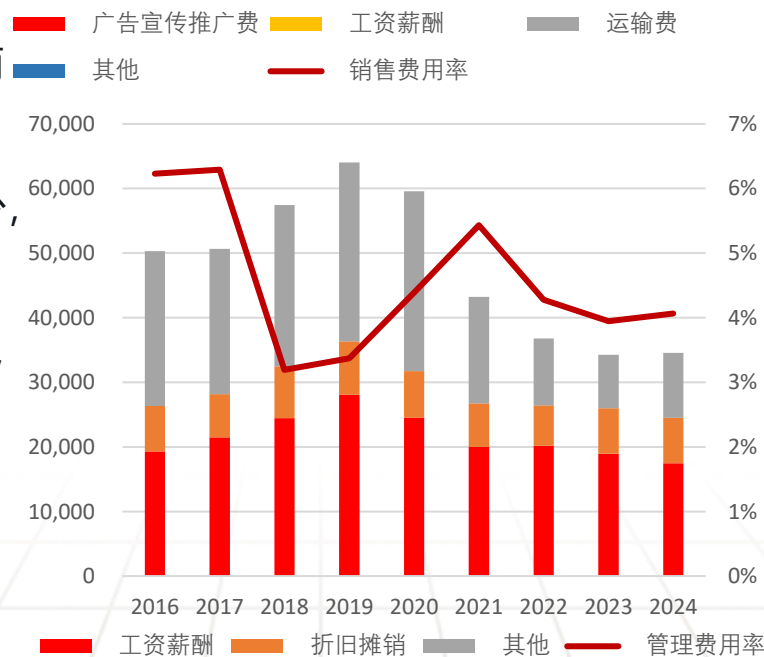
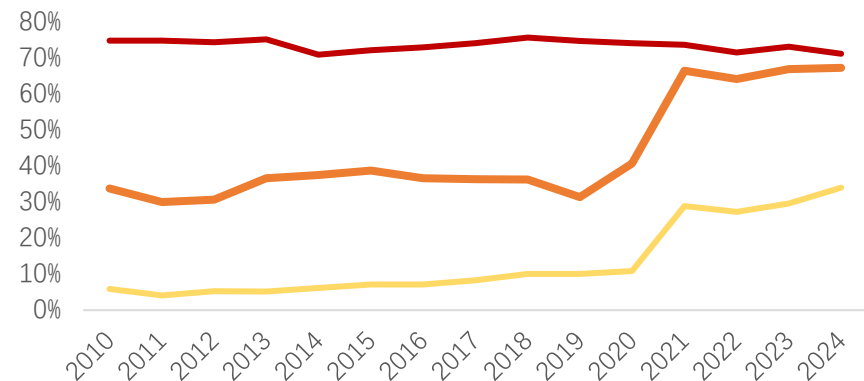
管理费用方面， 2020-2023年，绝对值持续减少，费率在近3年也持续下降，2024年绝对值稳定；

研发费用方面， 2018-2021年保持6亿左右规模，2022-2023年增加投入，2024年略有减少。

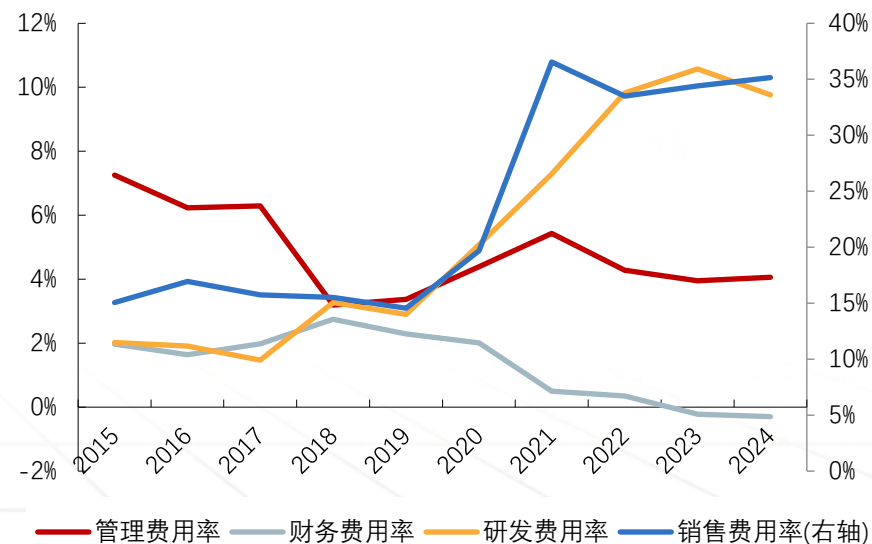
图表26：销售费用缓慢增加，管理费用减少



图表27：分业务毛利率稳健，期间费率近3年稳定



毛利率-整体 毛利率-医药工业 毛利率-医药商业



资料来源：公司公告、中邮证券研究所
注：单位为亿元

资料来源：Wind、中邮证券研究所

4.2 净利率-非经营影响：长股投和开发支出减值存在不确定性，其他风险较小

图表28：非经营费用分析（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
投资净收益	1.27	-1.02	2.21	17.58	-0.22	-1.11	-0.84	
处置长期股权投资	1.31		1.45	5.91			-0.02	
			处置天士力营销	处置I-Mab股权， 从长股投变为公 允价值计量				
权益法核算的		-1.00		-1.17	-0.13	-1.30	-1.06	长期股权投资余额13.1亿： 永泰生物3.29亿，天津商汇投资2.52亿，赛耐康 1.97亿，绍兴天士力1.92亿，派格生物0.95亿， 合肥力成0.82亿
		I-Mab				永泰生物0.58+ 合肥力成0.23+ 赛耐康0.2	永泰生物0.36+合肥力 成0.14+赛耐康0.27+派 格生物0.11	
处置分类为金融资产取得的 丧失控制权后剩余股权利得			0.69				0.24	
				12.56				
				I-Mab				
公允价值变动净收益	-0.01	-0.68	1.18	-0.80	-11.04	-1.72	-1.29	
其他非流动金融资产		-0.71	1.23	0.52	-1.45	-1.23	-1.04	合计5.12亿，可转债永泰生物3亿+股权投资 1.88亿（南京三迭纪1.1+广州必贝特0.61）+股 票投资0.24亿
			CARsgen1.16		CARsgen-0.67 &永泰生物-0.73	CARsgen-0.55 &Genova-0.88	Genova-0.65 &永泰生物可转债-0.31	
交易性金融资产				-1.32	-9.99	-0.49	-0.25	交易性金融资产-理财产品5亿，股票仅剩余0.21亿
				I-Mab	I-Mab	I-Mab	I-Mab	
资产减值损失	-1.32	-0.56	-0.65	-2.67	-3.72	-0.05	-2.32	
长期股权投资减值损失	-1.25							
固定资产减值损失		-0.19						
商誉减值损失	-0.06	-0.33	-0.59		-1.51		-0.16	商誉原值2.87亿已全额计提减值准备
		对河南天地	对河南天地		对云麻生物计提全额		对济南平嘉计提部分	
开发支出减值损失				-2.63	-1.95		-1.93	符合资本化的开发支出17.5亿，减值准备3亿， 余额为14.5亿，集中在丹滴国际临床试验和普佑 克临床III期（预计2025年10月完成）
				暂停不确定的研 发项目	暂停MPC-150-IM、 MPC-25-IC以及终止 TSL-1806研发项目		暂停安美木单抗项目	

资料来源：Wind、公司公告、中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

五

盈利预测

5. 盈利预测：预计2025-2027年收入增速7%左右，归母净利率保持提升趋势

■ 我们预计公司2025-2027年收入分别为
90.99/97.38/103.90亿元，归母净利润分别为
11.61/13.55/15.30亿元，对应EPS分别为
0.78/0.91/1.02 元/股，当前收盘价对应PE分别为
18.83/16.14/14.29倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表30：盈利预测与财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,498	9,099	9,738	10,390
增长率(%)	-2.03	7.07	7.03	6.69
EBITDA(百万元)	1,979	1,409	1,623	1,820
归属母公司净利润(百万元)	956	1,161	1,355	1,530
增长率(%)	-10.78	21.53	16.65	12.96
EPS(元/股)	0.64	0.78	0.91	1.02
市盈率 (P/E)	22.89	18.83	16.14	14.29
市净率 (P/B)	1.84	1.79	1.73	1.67
EV/EBITDA	10.24	14.15	11.84	10.12

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表29：收入预测（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
心脑血管	52.54	55.93	60.13	64.64	69.20
yoy	3.45%	6.47%	7.50%	7.50%	7.06%
肝病治疗	6.57	7.26	7.99	8.75	9.54
yoy	12.96%	10.58%	10.00%	9.50%	9.00%
感冒发烧	5.08	3.08	3.23	3.39	3.56
yoy	18.42%	-39.48%	5.00%	5.00%	5.00%
抗肿瘤	1.90	2.28	2.51	2.71	2.87
yoy	-39.67%	19.91%	10.00%	8.00%	6.00%
其他	8.12	7.18	7.86	8.61	9.46
yoy	9.50%	-11.53%	9.38%	9.60%	9.83%
医药工业	74.21	75.74	81.72	88.10	94.63
yoy	3.85%	2.06%	7.90%	7.81%	7.41%
中药	59.71	60.24	64.97	69.78	74.65
yoy	7.46%	0.88%	7.85%	7.41%	6.98%
化学制剂	12.03	13.07	14.74	15.91	17.08
yoy	-5.30%	3.69%	12.81%	7.95%	7.37%
化学原料药	0.57	0.52	0.52	0.54	0.57
yoy	-19.67%	-9.51%	0.00%	5.00%	5.00%
生物药	1.90	1.92	2.01	2.41	2.90
yoy	-23.47%	1.06%	5.00%	20.00%	20.00%
医药商业	12.15	8.95	8.95	8.95	8.95
yoy	-14.21%	-26.39%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	0.38	0.30	0.33	0.33	0.32
收入	86.74	84.98	90.99	97.38	103.90
yoy	0.94%	-2.03%	7.07%	7.03%	6.69%

资料来源：公司公告、中邮证券研究所



风险提示

集采降价风险；新品获批后增长不及预期风险；药物研发结果不及预期减值风险；投资收益或公允价值变动损益亏损风险。

附录：财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	8,498.14	9,099.06	9,738.32	10,389.83	营业收入	-2.03%	7.07%	7.03%	6.69%
营业成本	2,792.25	2,970.28	3,137.16	3,331.00	营业利润	-12.38%	21.83%	16.45%	12.87%
税金及附加	125.95	134.91	144.39	154.05	归属于母公司净利润	-10.78%	21.53%	16.65%	12.96%
销售费用	2,988.30	3,176.54	3,375.36	3,575.21	获利能力				
管理费用	345.40	364.85	385.61	406.21	毛利率	67.14%	67.36%	67.79%	67.94%
研发费用	830.07	865.94	902.43	936.83	净利率	11.24%	12.76%	13.91%	14.73%
财务费用	-25.18	-19.27	-33.04	-41.30	ROE	8.03%	9.48%	10.69%	11.66%
资产减值损失	-231.77	-150.00	-150.00	-150.00	ROIC	8.62%	7.79%	9.07%	10.10%
营业利润	1,075.92	1,310.82	1,526.41	1,722.83	偿债能力				
营业外收入	14.48	6.40	5.68	6.22	资产负债率	19.13%	18.74%	16.44%	15.19%
营业外支出	21.72	16.00	14.20	14.44	流动比率	3.11	3.26	3.86	4.45
利润总额	1,068.69	1,301.22	1,517.89	1,714.61	营运能力				
所得税	209.63	195.18	227.68	257.19	应收账款周转率	11.58	11.45	11.82	12.19
净利润	859.06	1,106.04	1,290.20	1,457.42	存货周转率	1.61	1.69	1.71	1.74
归母净利润	955.59	1,161.34	1,354.72	1,530.29	总资产周转率	0.54	0.60	0.64	0.68
每股收益(元)	0.64	0.78	0.91	1.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.64	0.78	0.91	1.02
货币资金	2,993.56	3,515.20	3,821.12	4,383.26	每股净资产	7.97	8.20	8.48	8.79
交易性金融资产	524.72	524.72	524.72	524.72	估值比率				
应收票据及应收账款	780.14	808.81	838.58	865.82	PE	22.89	18.83	16.14	14.29
预付款项	62.03	65.35	67.45	69.95	PB	1.84	1.79	1.73	1.67
存货	1,711.92	1,798.67	1,873.58	1,961.59	现金流量表				
流动资产合计	7,310.62	7,844.54	8,175.25	8,755.55	净利润	859.06	1,106.04	1,290.20	1,457.42
固定资产	3,232.21	3,351.95	3,432.25	3,478.56	折旧和摊销	502.49	126.79	138.04	146.74
在建工程	221.76	189.44	166.82	150.99	营运资本变动	218.12	65.93	39.12	53.21
无形资产	604.17	883.85	861.04	835.72	其他	434.89	416.20	411.78	409.35
非流动资产合计	7,665.68	7,421.89	7,096.85	6,743.10	经营活动现金流净额	2,014.56	1,714.96	1,879.15	2,066.72
资产总计	14,976.30	15,266.43	15,272.10	15,498.65	资本开支	-537.37	-109.60	-38.52	-18.22
短期借款	699.54	679.54	659.54	639.54	其他	-403.51	-3.00	-3.00	-3.00
应付票据及应付账款	606.81	651.81	701.50	758.73	投资活动现金流净额	-940.87	-112.60	-41.52	-21.22
其他流动负债	1,043.34	1,076.55	756.10	570.24	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,349.69	2,407.90	2,117.14	1,968.50	债务融资	-1,059.26	-82.00	-414.67	-228.00
其他	515.41	453.41	393.41	385.41	其他	-1,394.63	-998.88	-1,117.03	-1,255.35
非流动负债合计	515.41	453.41	393.41	385.41	筹资活动现金流净额	-2,453.89	-1,080.88	-1,531.71	-1,483.35
负债合计	2,865.10	2,861.32	2,510.55	2,353.92	现金及现金等价物净增加额	-1,380.05	521.64	305.92	562.14
股本	1,493.95	1,493.95	1,493.95	1,493.95					
资本公积金	458.96	458.96	458.96	458.96					
未分配利润	8,154.56	8,329.58	8,547.32	8,773.83					
少数股东权益	207.86	152.56	88.05	15.18					
其他	1,795.86	1,970.06	2,173.26	2,402.81					
所有者权益合计	12,111.19	12,405.11	12,761.54	13,144.73					
负债和所有者权益总计	14,976.30	15,266.43	15,272.10	15,498.65					

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中 邮 证 券

CHINA POST SECURITIES