

天士力（600535）

中药现代化领军企业，华润入主，厚积薄发 买入（首次）

2025 年 06 月 22 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

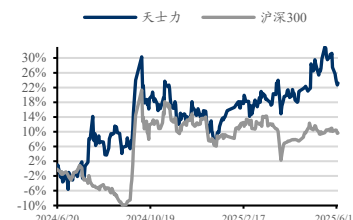
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,674	8,498	8,994	9,606	10,189
同比（%）	0.42	(2.03)	5.83	6.81	6.06
归母净利润（百万元）	1,071.07	955.59	1,152.06	1,335.09	1,503.11
同比（%）	505.34	(10.78)	20.56	15.89	12.58
EPS-最新摊薄（元/股）	0.72	0.64	0.77	0.89	1.01
P/E（现价&最新摊薄）	21.62	24.23	20.10	17.34	15.41

投资要点

- **中药现代化领军企业，华润入主，强强联合，优势互补。**天士力成立 30 余年以来，核心聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫等领域，打造了复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑等多个大产品。截至 2025 年 3 月，天士力集团及其一致行动人向华润三九公司转让公司总股本的 28%，实控人变更为中国华润有限公司。华润三九和天士力有望实现中药产业链的补链强链延链，发挥研发协同价值，提升创新发展能力，形成品牌势能。一方面，天士力有望发挥中药创新研发、智能化生产的优势；另一方面，华润三九强大的品牌打造能力和渠道优势有望为天士力赋能，推动天士力产品院外市场的开拓，后续融合发展值得期待。
- **核心大产品基本盘稳固，创新中药研发+老品种二次开发，有望厚积薄发。**心脑血管用药市场超千亿规模，院内市场保持稳定，院外市场持续扩容。复方丹参滴丸冠心病心绞痛治疗基本盘扎实，集采降价后销售量稳定增长，后续有望维持在 30 亿左右的销售规模，糖网适应症打开第二增长曲线，新增市场空间有望翻倍。养血清脑、芪参益气作为基药产品稳健放量，中药注射剂触底反弹，芍麻止咳、坤心宁等中药创新药品种加速进院。此外，公司中药创新药产品储备丰富，创新中药研发与重点品种二次开发快速推进，截至 2024 年，公司有 22 款创新产品处于临床 II、III 期研究阶段，奠定了中长期发展的基础。
- **生物药及化药板块不利因素逐步出清，整体向好。**（1）生物药普佑克脑梗适应症有望贡献新增量。普佑克作为公司独家品种，当前被批准用于急性心肌梗死适应症。2024 年三季度开始，普佑克销售下滑的趋势基本得到了遏制，2024 年，公司生物药收入实现 1.92 亿元。展望 2025 年，普佑克急性脑卒中适应症有望获批上市，未来有望成长为过十亿的品种。（2）化药方面，公司多款产品中标国家药品集中采购，蒂清等产品集采降价影响已经逐步消化，水林佳已逐步成长为公司化药销售额首位的产品。
- **轻装上阵，聚焦优势，提质增效在路上。**医药商业板块业务逐步精简，业务更加聚焦。公司扣非后销售净利率逐步提升，盈利能力不断改善。此外，公司对研发进度未达预期的项目进行资产减值损失，随着天士力生物医药股份有限公司的减亏以及业务结构的调整，我们认为公司盈利能力有望进一步改善。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 11.52/13.35/15.03 亿元，对应当前市值的 PE 为 20/17/15X，估值低于可比公司平均水平。公司基本盘稳中向好，研发能力靠前，华润三九入主后有望发挥双方优势，进一步提质增效。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**医药行业政策风险，市场竞争加剧风险，研发失败风险，成本上涨风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.50
一年最低/最高价	12.24/17.77
市净率(倍)	1.94
流通 A 股市值(百万元)	23,156.23
总市值(百万元)	23,156.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.98
资产负债率(%，LF)	19.01
总股本(百万股)	1,493.95
流通 A 股(百万股)	1,493.95

内容目录

1. 三十年征程，造就现代中药国际化先锋	5
1.1. 华润入主，强强联合，优势互补.....	6
1.1.1. 公司中药研发能力位居行业前列.....	7
1.1.2. 打造中药数智化研发制造体系 新质生产力助力中医药传承创新.....	8
1.1.3. 双跨产品有望借助品牌&渠道优势进一步放量	8
1.2. 轻装上阵，聚焦优势，提质增效在路上.....	9
2. 中药板块：核心大产品基本盘稳固，产品储备丰富，有望厚积薄发	11
2.1. 心脑血管市场空间广阔，市场格局稳定.....	11
2.2. 复方丹参滴丸：心血管治疗基本盘扎实，糖网适应症开拓第二成长曲线.....	13
2.3. 确切疗效叠加基药身份，养血清脑稳健放量.....	15
2.4. 芪参益气滴丸：销量稳步增长，二次开发迎新生.....	17
2.5. 中药注射剂：注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸稳定有效，销量回暖有望新高.....	18
3. 生物药普佑克脑梗适应症有望贡献新增量，化药集采风险逐步出清	19
3.1. 生物创新药普佑克安全有效，脑卒中适应症有望带来新增量.....	19
3.2. 化药：仿创结合，集采风险逐步出清.....	21
4. 盈利预测与投资评级	22
4.1. 核心假设.....	22
4.2. 估值与投资评级.....	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	股权变更后的股权结构图（截至 2025Q1）.....	7
图 3:	中药公司研发费用率（2024 年）.....	7
图 4:	中药公司研发费用投入金额（亿元，2024 年）.....	7
图 5:	公司中药智能产线迭代升级.....	8
图 6:	天士力样本等级医院及零售市场销售额情况.....	9
图 7:	天士力核心产品院外零售市场铺货率情况（截至 2025Q1）.....	9
图 8:	公司 2017-2025Q1 营业总收及增速.....	10
图 9:	公司医药工业板块收入及增速.....	10
图 10:	公司医药商业板块收入及增速.....	10
图 11:	公司医药工业按治疗领域收入（亿元）.....	10
图 12:	公司归母净利润及扣非归母净利润情况.....	11
图 13:	公司毛利率及扣非归母净利率情况.....	11
图 14:	公司中药板块营业收入及增长率.....	11
图 15:	心脑血管用药（不含高血压）等级医院市场规模.....	12
图 16:	心脑血管用药零售市场规模.....	12
图 17:	心脑血管中成药大单品情况.....	12
图 18:	复方丹参滴丸冠心病心绞痛适应症进入临床专家指南与专家共识情况.....	13
图 19:	复方丹参滴丸糖网适应症进入临床专家指南与专家共识情况.....	14
图 20:	复方丹参滴丸销售额及增速.....	14
图 21:	复方丹参滴丸销售量及库存（亿盒）情况.....	14
图 22:	复方丹参滴丸糖网适应症市场空间测算.....	15
图 23:	养血清脑的机制特点.....	16
图 24:	养血清脑销售量（百万盒）及同比增速.....	16
图 25:	养血清脑销售额（百万元）及增速.....	16
图 26:	芪参益气滴丸销售量及同比增长率.....	17
图 27:	芪参益气滴丸销售额（百万元）及同比增长率.....	17
图 28:	注射用益气复脉（冻干）2017-2024 等级医院销售额及同比增长率.....	19
图 29:	注射用丹参多酚酸 2017-2024 等级医院销售额及同比增长率.....	19
图 30:	生物药板块 2017-2024 营业收入及增速.....	20
图 31:	普佑克 2017-2024 样本等级医院销售额及同比增长率.....	20
图 32:	公司创新药管线布局.....	20
图 33:	公司化学制剂药收入及增速.....	21
图 34:	公司化学原料药收入及增速.....	21
图 35:	肝病治疗药（含脂肪肝）全国等级医院销售情况.....	22
图 36:	公司肝病治疗营业收入及增速.....	22

表 1: 天士力部分产品矩阵.....

表 2: 公司中药创新药临床进展（截至 2025 年 4 月）.....

表 3: 芪参益气滴丸相关竞品.....

表 4: 化药核心品种集采情况（截至 2024 年）.....

表 5: 公司收入拆分及盈利预测（亿元）.....

表 6: 可比公司估值（收盘日期为 2025 年 6 月 20 日）.....

5

8

17

21

23

24

1. 三十年征程，造就现代中药国际化先锋

天士力医药集团股份有限公司（简称“天士力”）成立于 1994 年，总部位于中国天津，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，在全球拥有 20 余家科研能力中心，遍布全国 11 个生产基地。

公司密切关注疾病谱演变，利用现代中药、生物药、化学药协同发展的优势，核心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，发展神经科学等重大治疗领域，开展精准创新，为不同地区、不同年龄、被不同疾病困扰的患者带来个性化全病程综合集成医学解决方案与安全、有效、可负担的用药选择。

表1：天士力部分产品矩阵

药物类别	心脑血管	肿瘤免疫	消化代谢	神经科学
中药	复方丹参滴丸			芍麻止痉颗粒
	芪参益气滴丸			养血清脑丸/颗粒
	养血清脑丸/颗粒	西黄丸	荆花胃康胶丸	醒脑静注射液
	注射用益气复脉(冻干)		消渴清颗粒	注射用丹参多酚酸
	安宫牛黄丸			
化药	注射用丹参多酚酸...			
	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)	水飞蓟宾胶囊(水林佳)	右佐匹克隆片
	赖诺普利胶囊	吉非替尼片		
生物药	盐酸苯海索片	氟他胺片		
	替米沙坦片			
	舒必利片			
	注射用重组人尿激酶原(普佑克)			

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

自公司 1994 年成立以来，公司的业务不断拓展：（1）品牌初创期（1994-2001）：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（2002-2010）：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）开启新程（2011-2018）：拓宽海外市场，加强深度研发与市场销售合作（4）未来已至（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



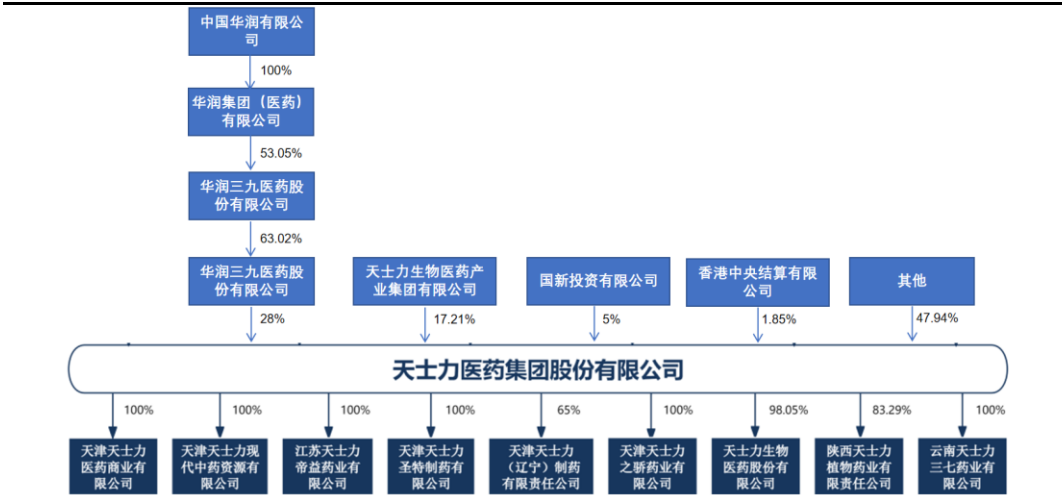
资料来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 华润入主，强强联合，优势互补

华润三九入主，推进中医药全产业链发展。2024年8月4日，天士力集团及其一致行动人天津和悦、天津康顺、天津顺祺、天津善臻、天津通明、天津鸿勋拟通过协议转让的方式，向华润三九医药股份有限公司合计转让其所持公司约4.18亿股股份，占公司总股本的28%。此外，天士力集团已出具书面承诺，承诺在转让给华润三九的股份登记日后放弃其所持有的天士力5%股份所对应的表决权等方式，使其控制的表决权比例不超过12.50%。2025年3月27日，天士力集团及其一致行动人向华润三九、国新投资转让股份的过户登记手续已办理完毕。本次交易成功后，天士力集团及其一致行动人持股由50.50%降至17.50%（其中，天士力集团直接持股17.21%），公司控股股东由天士力集团变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司。

华润三九和天士力有望实现中药产业链的补链强链延链，发挥研发协同价值，提升创新发展能力，形成品牌势能。一方面，天士力有望发挥中药创新研发、智能化生产的优势；另一方面，华润三九强大的品牌打造能力和渠道优势有望为天士力赋能，推动天士力产品院外市场的开拓。

图2：股权变更后的股权结构图（截至 2025Q1）

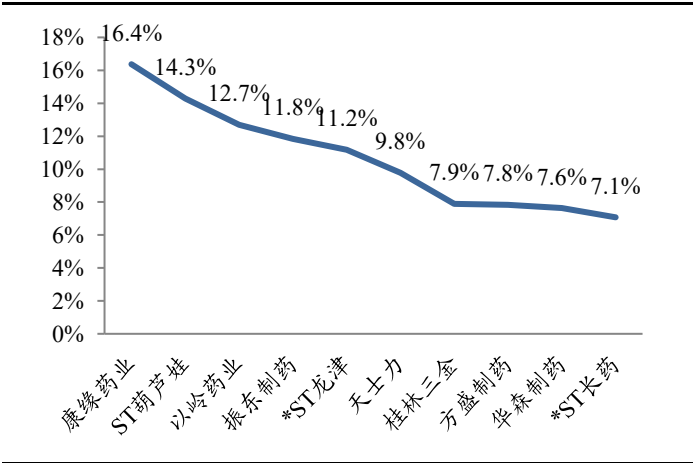


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.1.1. 公司中药研发能力位居行业前列

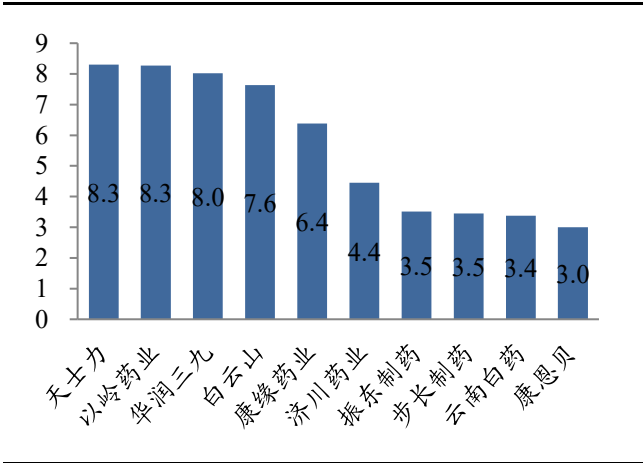
公司研发投入位居行业前列，中药创新药产品储备丰富。公司持续巩固现代中药领军地位，不断加大研发投入，以“四位一体”研发模式有序推进在研产品进展，不断完善、丰富梯队化产品组合。公司创新中药研发与重点品种二次开发快速推进，此前芍麻止痉颗粒、坤心宁颗粒与复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症均获批上市，其中坤心宁是国内唯一有明确循证医学证据、治疗女性更年期肾阴阳两虚证的中药创新药。截至2024 年，公司拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线，包含 33 款 1 类创新药；27 款处于临床试验阶段，22 款正在临床 II、III 期阶段；2 款中药经典名方枇杷清肺饮和温经汤处于申报生产阶段并已通过药品注册研制和生产现场核查；安神滴丸完成临床 III 期，提交生产申请；17 款创新中药产品处于临床 II、III 期研究阶段。

图3：中药公司研发费用率（2024 年）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：中药公司研发费用投入金额（亿元，2024 年）



数据来源：wind，东吴证券研究所

表2: 公司中药创新药临床进展 (截至 2025 年 4 月)

申请进度	Phase II	Phase III	申报上市	已上市
药品名	芪参益气滴丸增加心衰(降低型与保留型)、养血清脑丸增加阿尔茨海默病适应症、芪参益气滴丸增加糖尿病肾病适应症、芪苓温肾消囊颗粒、胡黄连总苷胶囊	脊痛宁片、青术颗粒、安体威颗粒、香橘乳癖宁胶囊、苏苏小儿止咳颗粒、肠康颗粒、连夏消痞颗粒、三黄睛视明丸、T89 治疗慢性稳定性心绞痛适应症与T89 防治急性高原综合症(AMS)	安神滴丸	坤心宁颗粒、芍麻止痉颗粒、芪参益气滴丸、养血清脑丸

数据来源：医药魔方，公司公告，东吴证券研究所

1.1.2. 打造中药数智化研发制造体系 新质生产力助力中医药传承创新

公司中药智能生产能力位于行业前列。公司在智能制造和精益生产方面持续投入和发展，围绕中药现代化、国际化的关键问题，通过整合现代化信息技术、系统科学与工程、过程分析技术（PAT）等先进制造技术，搭建中药生产实时数据库，将数字化技术贯穿用于药品全生命周期，进一步提升生产效率、降低生产成本，形成以现代中药为核心的智能制造科技体系。公司投产年处理药材量达 1.2 万吨，是国内规模最大、国际领先的现代中药提取平台，也建成世界唯一的空气深冷和液体冷凝的滴丸剂生产线和国内领先的数字化中药冻干粉针剂生产线。

图5: 公司中药智能产线迭代升级

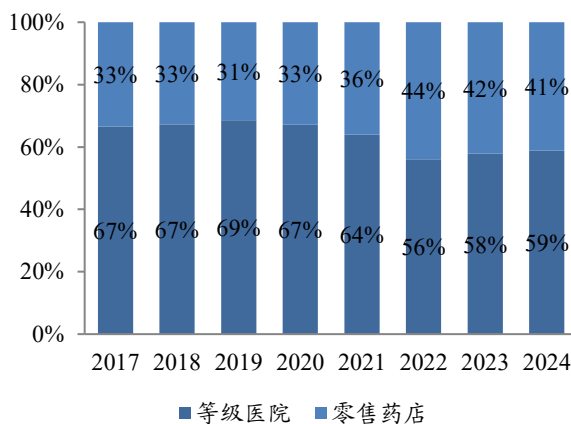


数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

1.1.3. 双跨产品有望借助品牌&渠道优势进一步放量

华润三九作为中药 OTC 龙头，在深化消费者品牌认知、提高品牌势能方面经验丰富，打造了“999”感冒灵、皮炎平等耳熟能详的产品。在渠道建设上，华润三九和终端药店多年的合作中，不断探索构建新型工商关系，致力打造成紧密的商业联盟。三九商道打造了黄金销售渠道，高效链接三九和下游药店的关系，实现了精准控销模式下的双赢。天士力此前深耕在院内市场，院外市场占比较低。但公司产品疗效好，患者认知度高，随着华润三九的入主，未来有望赋能天士力的品牌打造，加快院外渠道铺设，积极开拓院外市场。

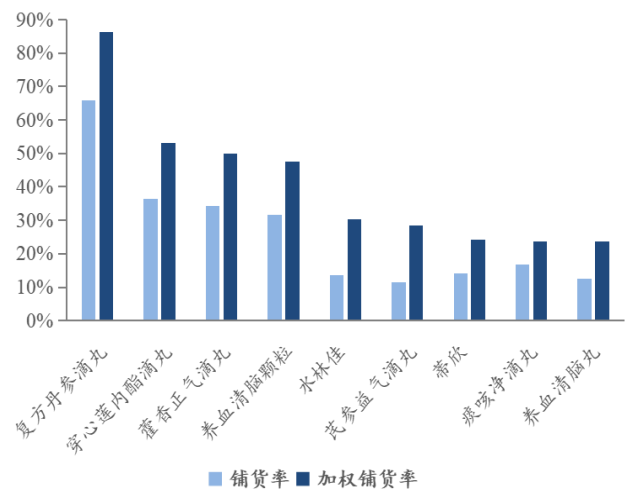
图6：天士力样本等级医院及零售市场销售额情况



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

注：数据为样本数据放大所得，且为终端销售数据，和公司发货端口径有差异

图7：天士力核心产品院外零售市场铺货率情况（截至2025Q1）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

注：铺货率=品牌铺货门店数与总门店数的比值，加权铺货率=品牌铺货门店的品类累积规模与总门店品类累积规模的比值。分别代表品牌铺货的市场广度和深度

1.2. 轻装上阵，聚焦优势，提质增效在路上

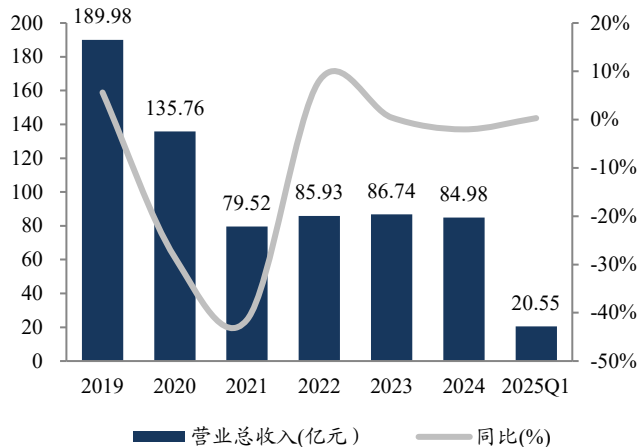
轻装上阵，聚焦优势，医药工业稳健增长。整体来看，经过2020、2021年的调整，2022年起公司业务稳中有升。2024年，公司实现收入为84.98亿元，同比略有下滑。2025年Q1，公司实现营收20.55亿元，重归增长态势。

分板块来看，公司逐步聚焦优势医药工业领域。医药工业收入稳步提升，由2019年的62.15亿元增长至2024年的75.74亿元，年均复合增速为4.03%。医药商业板块业务逐步精简，2020年8月处置了天士营销股权，同年医药商业收入下滑43.99%；2023年处置了济南平嘉大药房有限公司60%的股权、辽宁天士力大药房连锁有限公司90%的股权及其下属子公司股权，医药商业规模进一步缩减。

分产品来看，心脑血管产品贡献主要收入，肝病治疗表现亮眼。2019-2024年，公

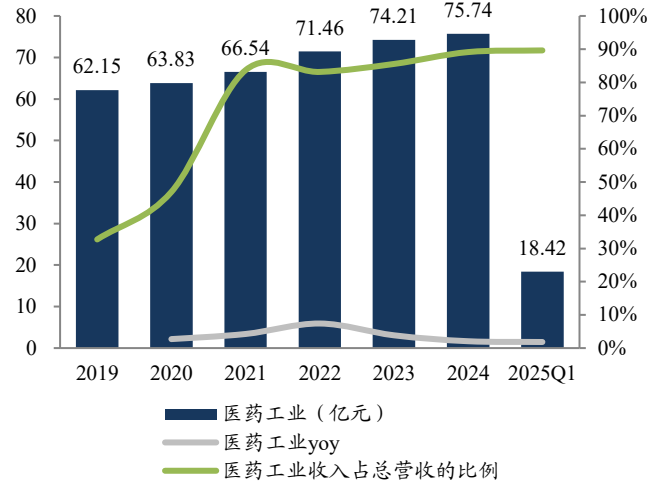
司心脑血管产品收入由 42.58 亿元增长至 55.93 亿元，年均复合增速为 5.61%，快于医药工业板块整体增速，2024 年占工业板块收入的 73.8%，夯实业绩基本盘。2019-2024 年肝病用药年均复合增速 16.73%，2024 年销售收入达 7.26 亿元，同比增长 10.58%，占工业收入的 9.6%，占比进一步提升。

图8：公司 2017-2025Q1 营业总收及增速



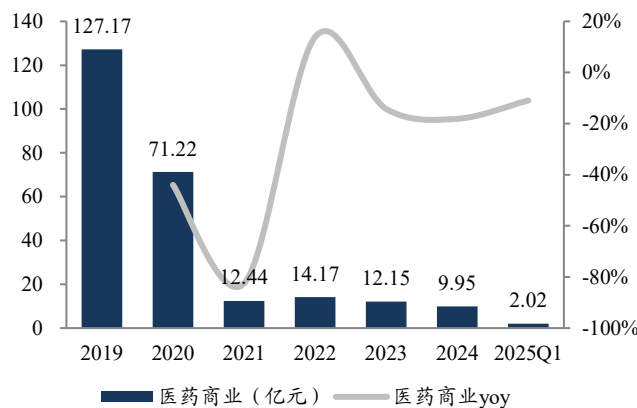
数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：公司医药工业板块收入及增速



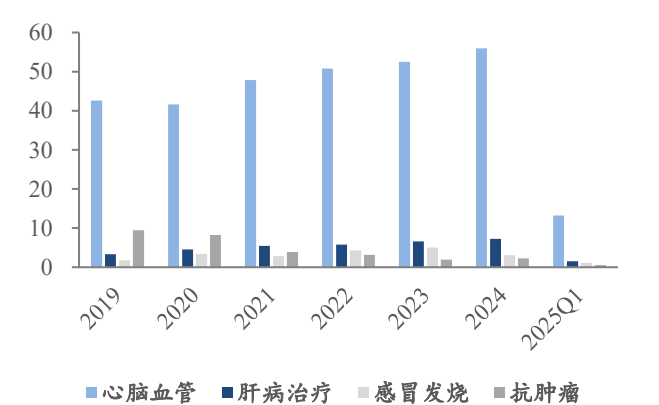
数据来源：wind，东吴证券研究所

图10：公司医药商业板块收入及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

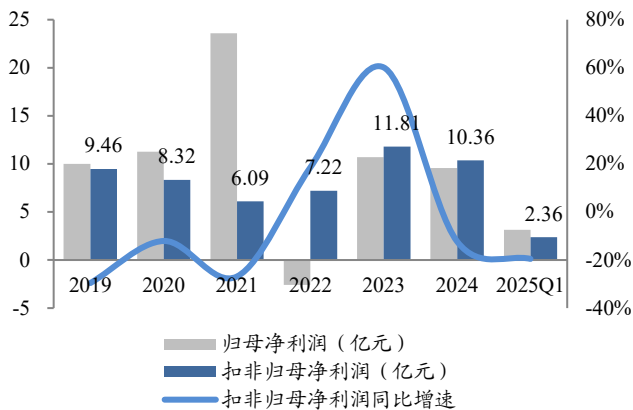
图11：公司医药工业按治疗领域收入（亿元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

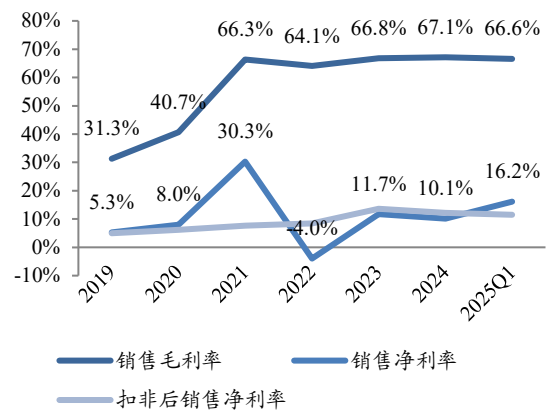
归母净利润触底反弹，净利率逐步提升。公司归母净利润波动较大，主要系非经常性损益的波动，包括金融资产公允价值变动以及研发项目未达预期后资产减值损失，此外，天士力生物医药股份有限公司的亏损对公司整体净利润有所拖累。从盈利能力来看，2021 年起，因医药商业占比较低，公司整体毛利率提升至 60% 以上。公司扣非销售净利率逐步提升，盈利能力不断改善。

图12: 公司归母净利润及扣非归母净利润情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图13: 公司毛利率及扣非归母净利率情况

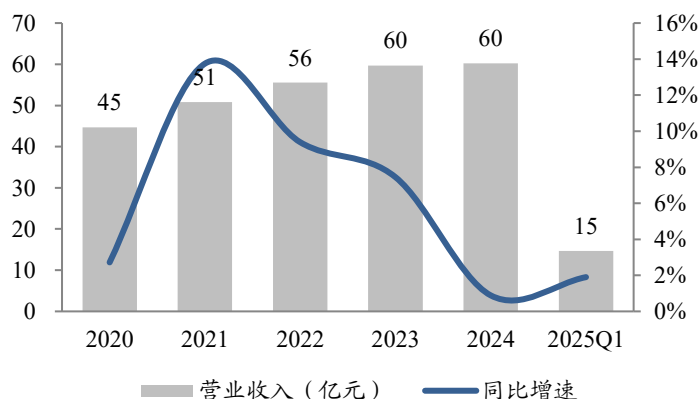


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 中药板块: 核心大产品基本盘稳固, 产品储备丰富, 有望厚积薄发

公司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, 贯穿心脑血管疾病预防、治疗及康复各个环节, 持续保持在中国心脑血管创新药领域的领先优势。

图14: 公司中药板块营业收入及增长率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.1. 心脑血管市场空间广阔, 市场格局稳定

心脑血管用药市场超千亿规模, 院内市场保持稳定, 院外市场持续扩容。院内市场

规模相对较大，根据中康开思数据，2024 年，院内心脑血管用药（不含高血压，下同）规模达 996 亿元，同比略有下滑。分产品来看，院内化药占比下滑至 48%，中药占比提升至 46%，院内市场规模基本保持稳定，但产品结构有所调整。心脑血管用药院外市场规模提升，2023 年，心脑血管院外市场规模达 148 亿元，同比增长 5%，2017-2023 年的年均复合增速为 8%，快于院内市场；2024 年院外零售市场有所承压，同比下滑 5%。不同于院内的是，院外市场中药占比更高，2024 年零售终端心脑血管领域中成药规模近 200 亿元，占院外零售市场的 59%。

图15：心脑血管用药（不含高血压）等级医院市场规模

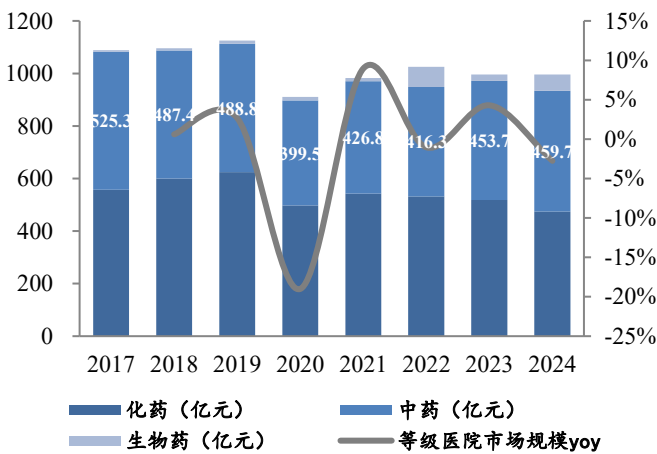
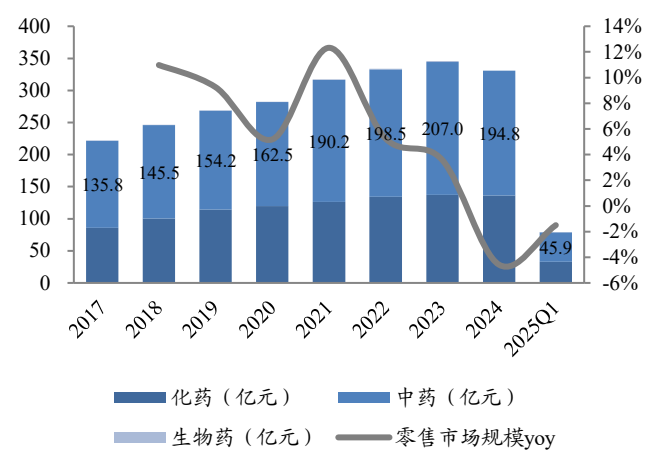


图16：心脑血管用药零售市场规模



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图17：心脑血管中成药大单品情况

产品名	成分	功能主治	厂家	日服用费用 (元)	医保/基药	等级医院销售额 (2023年, 百万元)	零售市场销售额 (2023年, 百万元)
复方丹参滴丸	丹参、三七、冰片	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。	天士力	3.7-4.35	甲类/是	1295	1255
参松养心胶囊	人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨。	益气养阴，活血通络，清心安神。用于治疗冠心病室性早搏属气阴两虚，心络瘀阻证，症见心悸不安，气短乏力，动则加剧，胸部闷痛，失眠多梦，盗汗，神倦懒言。	以岭药业	4.25-8.49	甲类/是	1229	665
麝香保心丸	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片	芳香温通，益气强心。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见心前区疼痛、固定不移；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死见上述证候者。	上海和黄药业	1.41-2.82	甲类/是	1166	523
脑心通胶囊	黄芪、赤芍、丹参、当归、川芎、桃仁、红花、乳香(制)、没药(制)、鸡血藤、牛膝、桂枝、桑枝、地龙、全蝎、水蛭。	益气活血，化瘀通络。用于气虚血滞、脉络瘀阻所致中风中经络，半身不遂、肢体麻木、口眼歪斜、舌强语蹇及胸痹心痛、胸闷、心悸、气短；脑梗塞、冠心病心绞痛属上述证候者。	陕西步长制药	3.24-6.48	乙类/是	1073	892
通心络胶囊	通心络成方人参、水蛭、全蝎、赤芍、蝉蜕、土鳖虫、蜈蚣、檀香、降香、乳香(制)、酸枣仁(炒)、冰片	益气活血，通络止痛。用于冠心病心绞痛属心气虚乏、血瘀络阻证，症见胸部憋闷，刺痛、绞痛，固定不移，心悸自汗，气短乏力，舌质紫暗或有瘀斑，脉细涩或结代。亦用于气虚血瘀络阻型中风病，症见半身不遂或偏身麻木，口舌歪斜，言语不利。	以岭药业	5-10	甲类/是	1071	310
速效救心丸	速效救心成方 川芎、冰片	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。	达仁堂	2.65-3.98; (急性发作 4.78-7.16)	甲类/是	498	879
芪参益气滴丸	芪参益气成方 黄芪、丹参、三七、降香油	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证候者。	天士力	6.66-7.7	乙类/是	418	117

数据来源：中康开思，东吴证券研究所

2.2. 复方丹参滴丸：心血管治疗基本盘扎实，糖网适应症开拓第二成长曲线

复方丹参滴丸是由天士力独家开发研制的一种治疗心血管疾病的复方中药,于 1993 年获得新药证书和生产批件,1995 年上市,为国家医保目录品种、国家基本药物目录品种、国家基药低价药品目录品种。复方丹参滴丸由丹参、三七、冰片组成,具有活血化瘀,理气止痛的功效,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。2019 年 1 月公司向国家药监局提交增加糖尿病视网膜病变适应症的补充申请,2021 年 10 月获得国家药监局的《药品补充申请批准通知书》,产品适应症进一步拓宽,新增加的功能主治为“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。因其充分的循证证据,复方丹参滴丸获得多部指南共识推荐,临床疗效受到广泛认可,例如:

- (1) 心血管领域:《冠状动脉微血管疾病中西医结合诊疗专家共识》建议,微血管性心绞痛辨证属气滞血瘀证患者可在西医常规治疗的基础上应用复方丹参滴丸(强推荐);复方丹参滴丸联合常规西药可用于改善 PCI 术后冠状动脉无复流患者的冠状动脉血流(强推荐)。《2023 冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》推荐,对于气滞血瘀型微血管性心绞痛患者,目前研究提示复方丹参滴丸(由丹参、三七、冰片组成)联合西医常规治疗可能有效。

图18: 复方丹参滴丸冠心病心绞痛适应症进入临床专家指南与专家共识情况

题目	内容	制定年份
2023冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南	《2023冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南》为全球首部CMVD中西医结合诊治指南。复方丹参滴丸是多靶点发挥作用,对于缺血再灌注损伤和其他原因引起的微循环障碍都具有良好的预防和治疗作用。药理学研究证实,复方丹参滴丸可通过可减少氧化应激,抑制白细胞黏附,抗血小板聚集,抗白蛋白渗出等多种途径,有效改善微循环障碍。	2024
2023冠状动脉微血管病中西医结合诊疗指南	复方丹参滴丸治疗不合并阻塞性冠状动脉疾病的 CMVD 患者在改善心绞痛发作次数比较、心电图运动试验缺血型 ST 段压低幅度比较、FMD、NO、ET-1、临床疗效评价、心绞痛疗效评价、心电图疗效评价、TIMI 分级方面有效。对于气滞血瘀型 MVA 患者,目前研究提示复方丹参滴丸联合西医常规治疗(丹参、三七、冰片)可能有效。	2023
稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识	中成药可用血府逐瘀胶囊、心可舒片、速效救心丸、复方丹参滴丸、麝香保心丸等。	2019
冠心病合理用药指南(第2版)	秦培森等观察84例冠心病患者口服复方丹参滴丸和地奥心血康的效果,患者心电图改善率及心绞痛缓解有效率均显著。诸多临床试验也观察到复方丹参滴丸与异山梨酯比较,近期(4周)或者远期(12周)均可获得良好的临床疗效。 复方丹参滴丸是冠心病患者家中常备的中成药,该药可有效缓解心绞痛发作时的症状,结果显示,联合用药较单用阿司匹林在缓解心绞痛症状、降血脂等方面可获得更显著的治疗效果。	2018
动脉粥样硬化中西医结合诊疗专家共识	可辨证使用中成药:口服中成药:复方丹参滴丸、芍药胶囊适用于血瘀证者。	2017
心理应激导致稳定性冠心病患者心肌缺血的诊断与治疗专家共识	复方丹参滴丸可活血化瘀、理气止痛;	2016
2014 急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识	复方丹参滴丸 由丹参、三七、冰片组成, 5~10粒/次, 舌下含服, 适用于本病心痛有瘀者。	2014

数据来源: 公司公告, 公众号, 东吴证券研究所

- (2) 糖网适应症方面: 复方丹参滴丸糖网适应症进入《社区医疗机构糖尿病视网膜病变筛查工作流程与管理规范的专家共识(2023 版)》、《国家基层糖尿病神经病变诊治指南(2024 版)》,循证医学证据充足,市场准入工作不断推进。

图19：复方丹参滴丸糖网适应症进入临床专家指南与专家共识情况

题目	内容	性质	制定年份
中国2型糖尿病防治指南	糖尿病视网膜病变方面：轻中度的非增殖期糖尿病视网膜病变患者在控制代谢异常和干预危险因素的基础上，可进行内科辅助治疗和随访，包括：活血化淤类中成药复方丹参等。	指南	2017 2020
国家基层糖尿病神经病变诊治指南（2024 版）	复方丹参滴丸：可提高机体抗凝和纤溶活性，抑制血小板聚集和血栓形成，并可以阻断自由基的产生和阻止脂质过氧化。复方丹参滴丸单用或者联合甲钴胺均可以改善DSPN患者的症状及神经传导速度。		2024
国家基层糖尿病防治管理指南	糖尿病视网膜病变在常规治疗基础上可应用复方丹参滴丸等。		2022
国家糖尿病基层中医防治管理指南	丹参等中药不仅具有降低胆固醇、甘油三酯，升高高密度脂蛋白等药理作用，2型糖尿病非增殖期糖尿病视网膜病变，气滞血瘀证也可联用复方丹参滴丸，可改善患者症状，延缓病情进展。		2022
糖尿病微循环障碍临床用药专家共识	复方丹参滴丸：可提高机体抗凝和纤溶活性，抑制血小板聚集和释放前列环素类物质，抗凝血和抑制血栓形成；阻断自由基的产生，阻止脂质过氧化，是一种有效的氧自由基清除剂，临床上用于治疗糖尿病肾病、糖尿病视网膜病变及糖尿病神经病变。	共识	2021 2017
糖尿病微循环障碍临床用药专家共识（征求意见稿）	在中国非增殖性糖尿病视网膜病变患者中进行的一项随机对照研究，24周时眼底荧光血管造影及眼底检查结果均显示，高剂量和中剂量复方丹参滴丸组的有效患者比例显著高于安慰剂组，且无临床不良事件发生。此外，复方丹参滴丸可以改善血瘀型糖尿病周围神经病变的血瘀症状，提高周围神经传导速度[具体体现在尺神经、腓总神经、腓肠神经和胫后神经的运动传导速度和感觉传导速度，有治疗和延缓其发展的作用]		2016
社区医疗机构糖尿病视网膜病变筛查工作流程与管理规范的专家共识	针对患者代谢控制和DR危险因素制定个体化的治疗方案，可考虑复方丹参滴丸等改善微循环、抗氧化应激治疗，以延缓早期DR进展		2023
社区医疗机构糖尿病视网膜病变筛查工作流程与管理规范的专家共识（2023 版）	针对患者代谢控制和DR危险因素制定个体化的治疗方案，可考虑羟苯磺酸钙、复方丹参滴丸等改善微循环、抗氧化应激治疗，以延缓早期DR进展。		2023
基层糖尿病微血管病变筛查与防治专家共识	研究显示复方丹参滴丸等中药对DR有辅助治疗作用。		2021
糖尿病相关眼病防治多学科中国专家共识	复方丹参滴丸对DR有治疗作用，已获批T2DM非增生型糖尿病视网膜病变治疗适应症。		2021
糖尿病视网膜病变防治专家共识	研究显示复方丹参滴丸等一些中药对DR有辅助治疗作用。		2018
复方丹参滴丸临床应用中国专家建议	现代药理学研究表明，复方丹参滴丸具有保护血管内皮功能和改善微血管循环的功能，并肯定了现有的复方丹参滴丸在治疗糖尿病视网膜病变方面的循证医学结果。	建议/标准	2017
糖尿病视网膜病变中医诊疗标准	复方丹参滴丸可用于糖尿病视网膜病变血瘀证的治疗。		2011

数据来源：公司公告，公众号，东吴证券研究所

心血管治疗基本盘扎实，已成为销售额过 20 亿的大品种。根据中康开思数据，2023 年复方丹参滴丸院内外销售额合计 25 亿+，2024 年受集采降价影响规模有所下滑，整体用于治疗冠心病心绞痛的基本盘保持稳定。从销量上来看，2024 年销量约 1.5 亿盒，同比增长 9.24%；同时产品库存量保持在正常水平。从价格上看，2023 年公司复方丹参滴丸中选广东省联盟集采，中选价格为 22.18 元（180 粒规格），降价幅度 15%，2024 年 Q2，公司陆续调整全国复方丹参滴丸的价格至集采中标价格。我们认为，复方丹参滴丸日均服用价格较低，考虑到当前中成药集采扩面趋势以及比价政策趋势，未来丹滴价格大幅降价的概率有限，未来用于治疗冠心病心绞痛的销量有望保持稳中有升。

图20：复方丹参滴丸销售额及增速

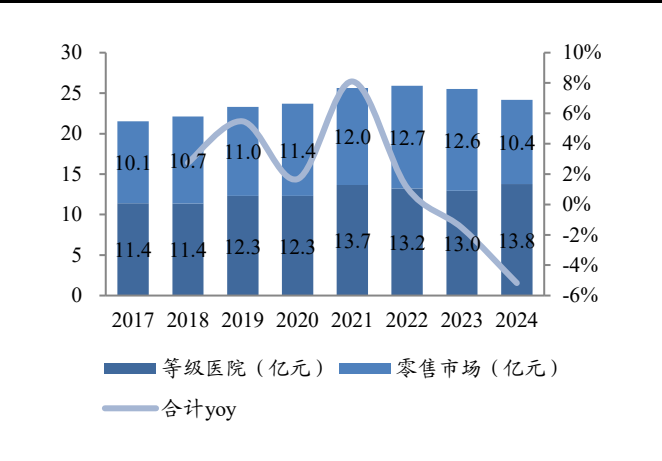
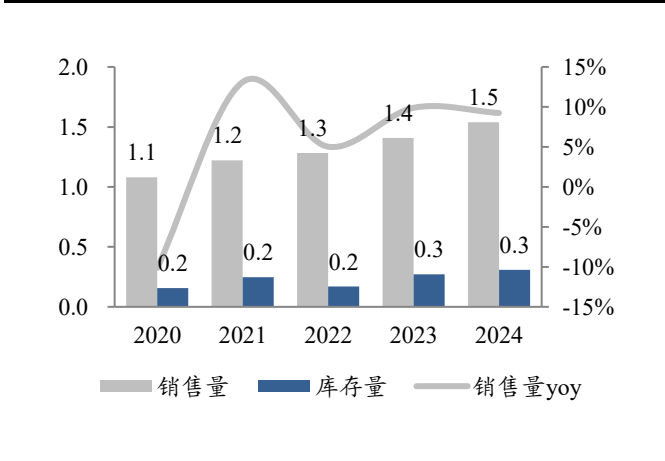


图21：复方丹参滴丸销售量及库存（亿盒）情况



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

注：中康开思数据为终端样本医院、药店放大后数据，实际销售数据请以公司口径为准，下同

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

糖网适应症打开第二增长曲线，新增市场空间有望翻倍。糖尿病视网膜病变是糖尿病导致的以视网膜微血管损害为特征的，慢性、进行性视力损害的眼病，是糖尿病最常见的微血管并发症之一，同时也是目前主要的致盲性眼病。2015至2017年中华医学会儿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，糖尿病视网膜病变患病率约为23%，其中非增殖性糖尿病视网膜病变患者占糖尿病患者人数的19.1%。糖尿病视网膜病变存在未被满足的临床需求。复方丹参滴丸糖网适应症的单次用量为20丸，一日三次，疗程24周，产品单次用量为冠心病心绞痛的两倍，用药周期为六倍，产品天花板进一步打开。

我们假设：（1）糖尿病患者按年均复合增速1%增长，非增殖性糖网患病率维持在19.1%；（2）非增殖性糖网患病率及丹参滴丸渗透率逐年提升。当患者就诊率达30%以上，丹滴渗透率达到20%以上，糖网适应症销售额有望突破20亿元。

图22：复方丹参滴丸糖网适应症市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
糖尿病患者人数/百万人	140.90	142.31	143.59	144.74	145.90	147.06	148.24	149.43	150.62	151.83	153.04	154.27	155.50	156.74
yoy		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
非增殖性糖网患病率	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%	19.10%
非增殖性糖网患者数量/百万人	26.91	27.18	27.43	27.65	27.87	28.09	28.31	28.54	28.77	29.00	29.23	29.46	29.70	29.94
就诊率			15%	17%	19%	21%	23%	25%	27%	29%	30%	31%	31%	31%
丹滴渗透率			2%	4%	6%	8%	10%	13%	15%	18%	20%	20%	21%	22%
丹滴日均费用（元/天）			7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39	7.39
丹滴用药周期（天）			168	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168	168
销售额（百万元）			112	233	395	586	809	1108	1447	1828	2178	2269	2401	2536

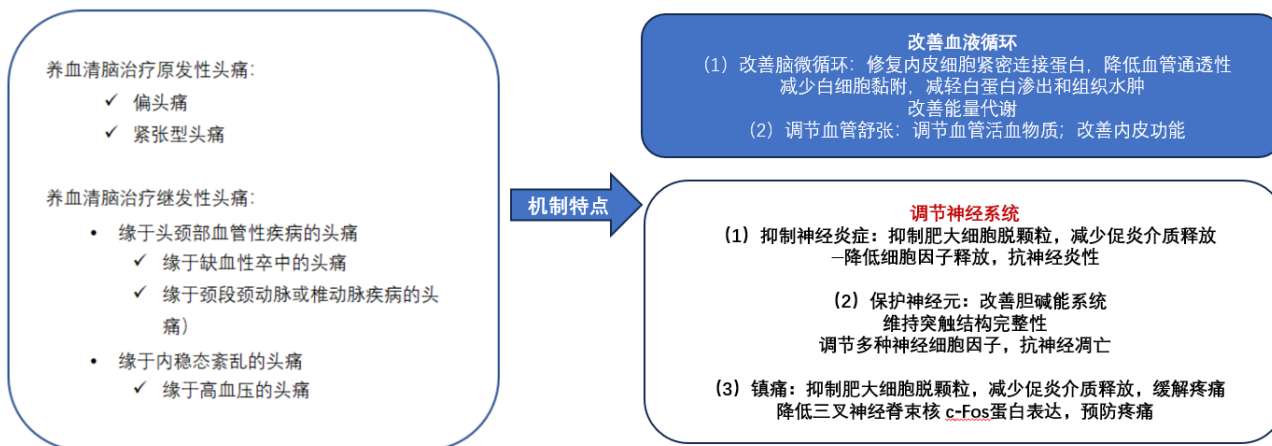
数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

2.3. 确切疗效叠加基药身份，养血清脑稳健放量

养血清脑颗粒/养血清脑丸（下文简称养血清脑）上市将近30年，由当归、川芎、白芍、熟地、钩藤、鸡血藤、夏枯草、决明子、珍珠母、延胡索、细辛等11味药物组成，具有养血平肝、活血通络的作用，可用于血虚肝旺所致的头痛、眩晕眼花、心烦易怒、失眠多梦。从现代医学角度，多项研究结果证明养血清脑具有改善血液循环和调节神经系统的双重作用，可有效治疗多种原发性（如）与继发性头痛。在2022年度中国非处方药产品治疗头痛失眠类中成药综合统计排名中，养血清脑获得第一名。2023年，养血清脑进入《中国偏头痛诊断与治疗指南》、《中国紧张型头痛诊断与治疗指南》、中国

中西医结合学会神经科专委会发布《中国偏头痛中西医结合防治指南（2022年）》等权威指南，2024年上半年养血清脑颗粒进入《慢性脑缺血中西医结合诊治专家共识》，证据充足，疗效确切。

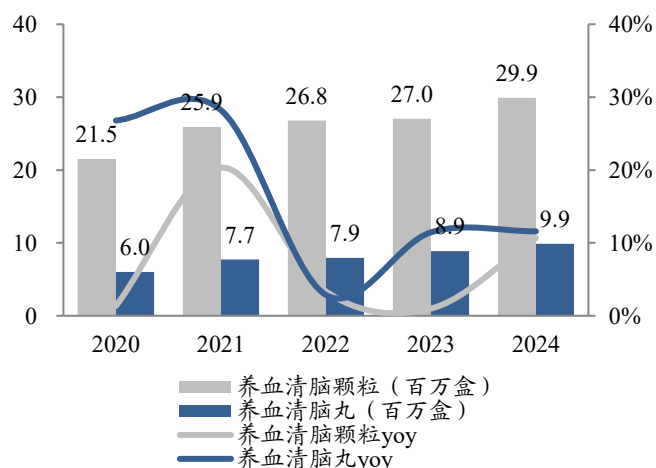
图23：养血清脑的机制特点



数据来源：中国医学论坛报，东吴证券研究所

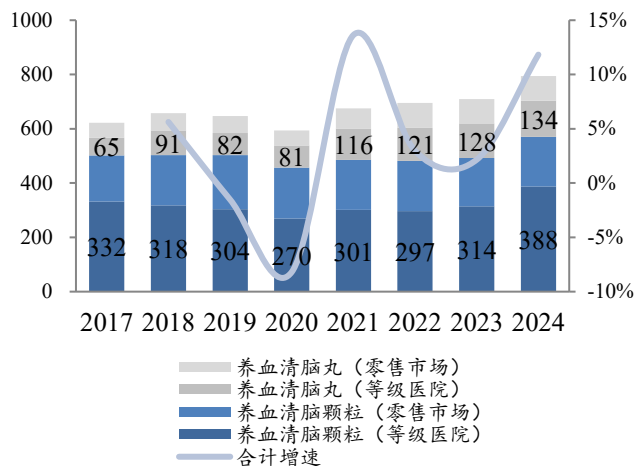
从发货端来看，2024年，养血清脑颗粒及丸剂销售量均提速至双位数水平，表现较好。从终端动销来看，根据中康开思数据，2021年起养血清脑整体保持稳中有升，2024年院内外销售额合计7.9亿元，同比增长12%。2024年，养血清脑院内市场销售好于零售市场，其中，养血清脑颗粒销售额同比增长了20%以上，表现亮眼。

图24：养血清脑销售量（百万盒）及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图25：养血清脑销售额（百万元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

2.4. 芪参益气滴丸：销量稳步增长，二次开发迎新生

芪参益气滴丸由复方丹参滴丸改良而来，不再使用冰片，主要成分为黄芪、丹参、三七和降香油，用于气虚血瘀型胸痹，不仅可以用于治疗冠心病心绞痛，亦可用于治疗心力衰竭等并发症。芪参益气滴丸心力衰竭适应症的同类竞品较少，主要竞品包括芪苈强心胶囊、参附强心丸等。对比来看，芪参益气滴丸的日均治疗费用更低，具有竞争优势。

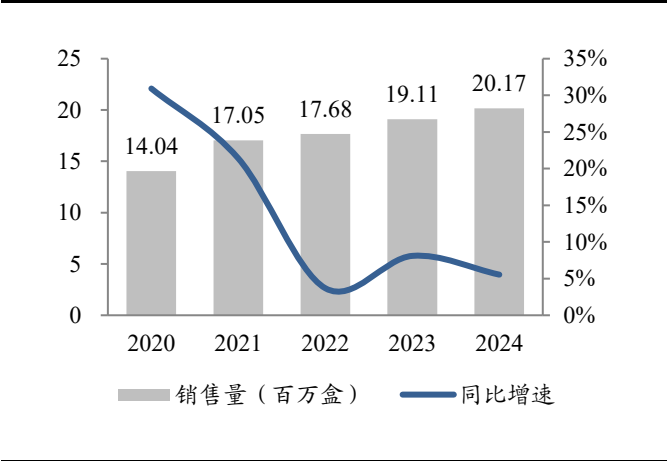
表3：芪参益气滴丸相关竞品

项目	芪参益气滴丸	芪苈强心胶囊	参附强心丸
企业	天士力	以岭药业	达仁堂
药材	黄芪、丹参、三七、降香油	黄芪、人参、黑顺片、丹参、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮、陈皮	人参、附子(制)、桑白皮、猪苓、葶苈子、大黄
适用情况	气虚血瘀所致胸痹/冠心病心绞痛；气虚血瘀证的慢性射血分数降低的心衰；缺血性心脏病气虚血瘀型等	慢性心力衰竭；扩张型心肌病的早期、中期和长期治疗等	慢性心力衰竭等
临床指南	9个	9个	1个
医保	乙类	甲类	暂未入医保
基药	是	是	否
日均治疗费用（元/天）	7.70	10.91	27.48

数据来源：公司官网，中康开思，药智数据，戊戌数据，东吴证券研究所

芪参益气滴丸作为公司心脑血管三大基药品种之一，近年来销量保持稳定增长，2020-2024 年销量年均复合增速达 9%，2024 年全年销量达到 2016.7 万盒。根据中康开思数据，2024 年销售额为 5.48 亿元，在用于强心抗休克（口服剂型）中药市场份额位居前列。

图26：芪参益气滴丸销售量及同比增长率



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图27：芪参益气滴丸销售额（百万元）及同比增长率



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

适应症拓展将为芪参益气滴丸带来潜在的二次增长空间。一方面，产品增加舒张型、收缩型慢性心力衰竭 2 个适应症，2020 年获得临床试验批件，目前正在开展 II 期临床试验。另一方面，增加糖尿病肾病适应症，2022 年获得临床试验批件，目前正在开展 II 期临床试验。

- (1) 随着我国经济的不断增长以及人口老龄化的加重，根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》推算我国心血管病现患人数为 3.3 亿，其中心衰约有 890 万人，每年新发心衰患者近 300 万人。国家心血管系统疾病医疗质量质控中心中国心力衰竭诊疗数据显示，2023 年中国二级和三级医院收治心衰患者的医院数量共计 7374 家，较 2022 年增加 36.5%。住院心衰患者的例数较 2022 年增加了 38.9%，从 1029 万例次增加至 1429 万例次。目前，药物治疗仍是大多数慢性心衰患者最重要的治疗手段，且心衰患者需终身用药。
- (2) 糖尿病肾脏疾病（DKD）是指由糖尿病所致的慢性肾脏疾病，临床特征为持续性白蛋白尿排泄增加，和（或）肾小球滤过率进行性下降。据最新国际糖尿病联盟（IDF）统计数据，2021 年全球糖尿病患者约 5.37 亿，其中，中国糖尿病患者约 1.41 亿，患者人数居全球首位。预计到 2030 年全球患者数量将扩展至 6.43 亿，中国将达到 1.64 亿。DKD 是糖尿病常见的慢性并发症，是终末期肾病的重要病因，文献报道 20%-40% 的糖尿病患者合并 DKD。适应症拓展有望为芪参益气滴丸带来潜在的二次增长空间。

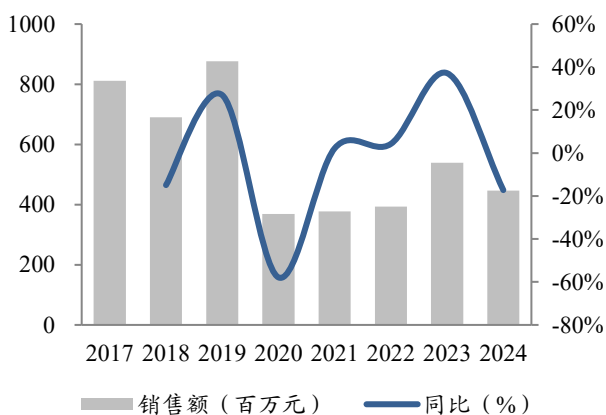
2.5. 中药注射剂：注射用益气复脉（冻干）和注射用丹参多酚酸稳定有效，销量回暖有望新高

注射用益气复脉（冻干）来源于古方生脉散，是目前国家唯一获批上市的冻干粉针剂型的生脉类制剂，获批用于冠心病劳累型心绞痛、冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级病症的治疗。临床治疗中发现对于表现为气阴两虚型的其它系统疾病，如脑卒中、糖尿病患者治疗过程中伴发的多种临床症状等，注射用益气复脉（冻干）也具有一定的改善效果。相较于同治疗领域的其他中药水针制剂，注射用益气复脉（冻干）无添加易致敏吐温 80，不受温度、pH 值等影响，稳定性更好。2020 年，受疫情及医保谈判降价影响销售额暂时下滑，2020 年后业绩呈现恢复增长态势，销售额逐步回暖，2024 年有所承压。

注射用丹参多酚酸是天士力之骄药业研发上市的独家品种，以丹参多酚酸为主料，甘露醇为辅料，主治活血通络，用于中风病中经络(轻中度脑梗死)恢复期瘀血阻络证，见半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇，偏身麻木等症状。注射用丹参多酚酸组成为权威认定的成分比例固定的酚酸类化合物，为丹参酚酸类水溶性成分中最合适治疗脑梗死的成

分组合。在临床中作静脉滴注使用，药液可直接进入血循环，药效迅速、作用可靠，可满足不宜口服给药患者的需求，同时也解决了丹酚酸口服不能通过血脑屏障的难题，纳入多个国内治疗指南和专家共识。相较于2017年，2018-2019年注射丹参多酚酸销量实现跨越式增长。国家药监局根据药品不良反应评估报告，修订血塞通注射剂、血栓通注射剂药品说明书，竞品在大批医疗机构被限用、禁用，注射用丹参多酚酸迅速扩展市场份额。2020年，受疫情影响及公司销售策略调整，注射用丹参多酚酸产销有所下滑。

图28：注射用益气复脉（冻干）2017-2024 等级医院销售额及同比增长率



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图29：注射用丹参多酚酸 2017-2024 等级医院销售额及同比增长率



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

3. 生物药普佑克脑梗适应症有望贡献新增量，化药集采风险逐步出清

3.1. 生物创新药普佑克安全有效，脑卒中适应症有望带来新增量

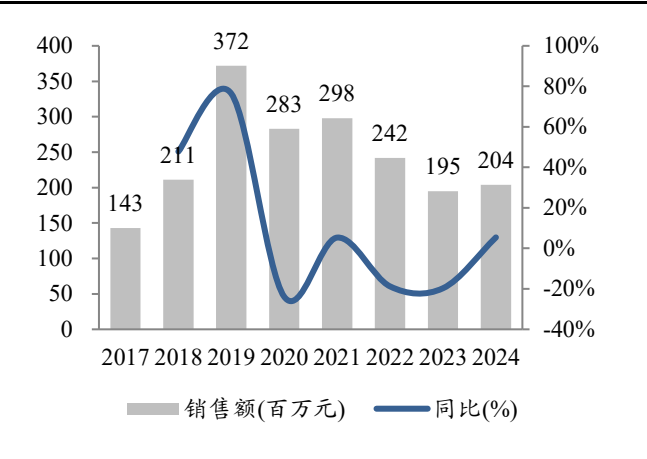
生物药领域，天士力生物拥有已上市独家品种注射用重组人尿激酶原（普佑克），该药物属于生物I类新药，已被纳入国家医保产品。普佑克是我国自主创新研发通过基因工程方法构建的特异性溶栓剂，已被批准用于急性心肌梗死适应症，具有靶向识别闭塞性血栓（导致血压改变和缺氧的血栓）、几乎不对止血性血栓产生作用的特点。在产品网络加大覆盖的情况下，普佑克销售额较快增长，从2017年的1.43亿元增长到2019年的3.72亿元，年均复合增速61.29%；2023年，普佑克销量下滑明显，公司积极调整生物药销售团队体系，加大员工激励，加快基层医院覆盖。2024年三季度开始，普佑克销售下滑的趋势基本得到了遏制，2024年全年较2023年略有增长。

图30：生物药板块 2017-2024 营业收入及增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图31：普佑克 2017-2024 样本等级医院销售额及同比增长率



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

普佑克急性缺血性脑卒中的 III c 期临床试验已经完成，预计 2025 年有望获批。急性缺血性卒中（AIS）是我国成年人群致死、致残的首位病因。根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，2019 年我国共有 2876 万例脑卒中患者，比 1990 年增加 147.5%；针对不同亚型脑卒中，从 1990 年到 2019 年，患病人数增加最多的是缺血性脑卒中（195.2%）。未来急性缺血性脑卒中适应症是普佑克的主要增长点。对于 AIS 患者，症状发作后 4.5 小时内进行静脉溶栓治疗被视为首选疗法。阿替普酶是当前国内外临床最常用的血栓特异性溶栓剂之一。根据天士力生物官网报道，普佑克临床 III 期临床试验结果显示，普佑克静脉溶栓治疗发病 0-4.5 小时急性缺血性脑卒中患者疗效良好，可以有效减轻患者神经功能缺损症状，促进身体功能恢复，改善患者生活质量，与阿替普酶疗效相当；同时，普佑克安全风险可控，与阿替普酶相比死亡和出血风险较低。我们认为，普佑克脑梗适应症上市后，未来有望成长为过十亿的品种。

除此之外，公司聚焦心脑血管、消化代谢、肿瘤免疫、中枢神经四大疾病领域，发挥现代中药、生物药、化学药的协同发展优势，丰富公司梯队化的产品组合。

图32：公司创新药管线布局

药品	靶点	作用机制	适应症	项目阶段	药品类别
P134细胞注射液	CD133; CD44	CAR T细胞疗法	胶质母细胞瘤	批准临床	生物制品
同种异体脂肪间充质基质细胞注射液	-	间充质干细胞	缺血性卒中	批准临床	生物制品
B1962注射液	PDL1; VEGF	anti-PDL1/VEGF 双特异性抗体	实体瘤; 结直肠癌	Phase II	生物制品
人脐带间充质干细胞注射液	-	间充质干细胞	缺血性心脏病; 慢性心力衰竭	Phase I	生物制品
STRO-002注射液	叶酸受体α	anti-FRα 抗体偶联药物	子宫内膜癌; 实体瘤; 输卵管癌; 腹膜癌; 卵巢癌	Phase I/II	生物制品
培重组人成纤维细胞生长因子21注射液	FGF21	FGF21 类似物	2型糖尿病; 代谢相关脂肪性肝炎	Phase Ia (FDA)	生物制品
PXT3003口服溶液	GABAB receptor; μ opioid receptor	GABAB receptor 激动剂; μ opioid receptor 拮抗剂	排骨肌萎缩症1A型; 排骨肌萎缩症; 肌肉萎缩	申请上市	化学药品
JS1-1-01片	NET; SERT; DAT	5-HT重摄取抑制剂; 去甲肾上腺素重摄取抑制剂; 多巴胺重摄取抑制剂	抑郁症; 重度抑郁症	Phase II (国内); 获批临床 (美国)	化学药品
TSL-1502胶囊	PARP	PARP 抑制剂	实体瘤; 乳腺癌	Phase II	化学药品

数据来源：公司公告，医药魔方，东吴证券研究所

3.2. 化药：仿创结合，集采风险逐步出清

化学药方面，替莫唑胺胶囊（蒂清）、右佐匹克隆片（文飞）等多款药品已通过一致性评价，公司产品线不断丰富，涵盖心脑血管、抗肿瘤、肝病、糖尿病等领域。公司多款产品中标国家药品集中采购，蒂清等产品集采降价影响已经逐步消化。

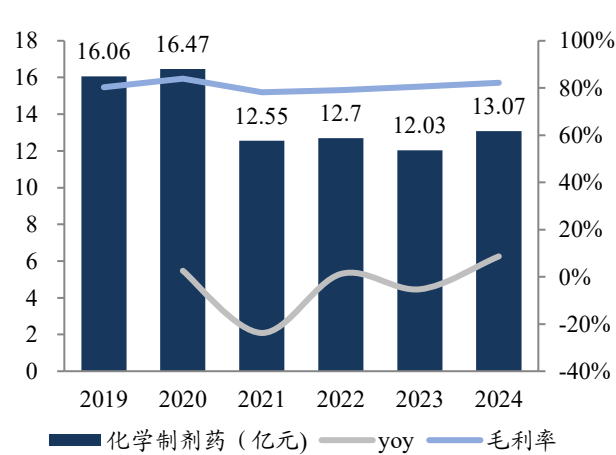
表4：化药核心品种集采情况（截至 2024 年）

产品名称	上市时间	一致性评价 通过时间	集采批次 (拟中标时间)	治疗领域	销售额（百万元）		
					2021 年	2022 年	2023 年
水飞蓟宾胶囊 (水林佳)	2007	-	-	肝病治疗	623.3	607	739
替莫唑胺胶囊 (蒂清)	2004	2019 (首家 过评)	第四批药品集中带量 采购 (2021 年)	抗肿瘤	888	494	315.45
他达拉非片 (蒂 欣)	2020	2019	第二批药品集中带量 采购 (2020 年)	男科	158	262	303
赖诺普利氢氯 噻嗪片 (帝益)	2008	2022 (首家 过评)	-	心脑血管	68.9	67.6	62.6
右佐匹克隆片 (文飞)	2007	2019 (首家 过评)	第三批国家集采 (2021 年, 公司未中标)	心脑血管	65.89	40.91	39.79
苯扎贝特片 (阿 贝他)	2007	2020	-	心脑血管	34	30.3	31.4

数据来源：公司公告，中康开思，东吴证券研究所

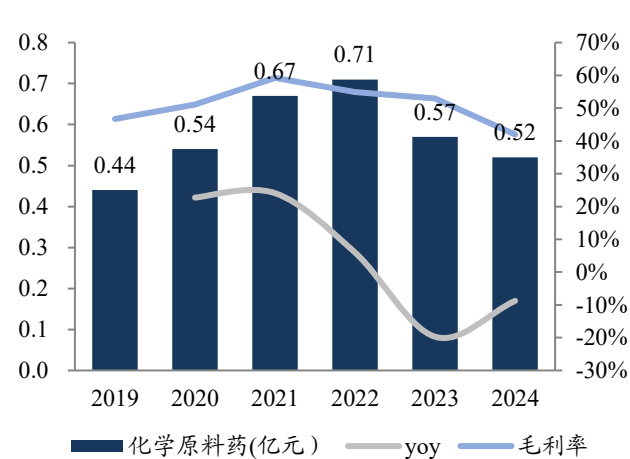
注：销售额数据为中康开思院内外样本数据加总而来，为终端销售数据，和公司发货口径有所差异

图33：公司化学制剂药收入及增速



数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

图34：公司化学原料药收入及增速

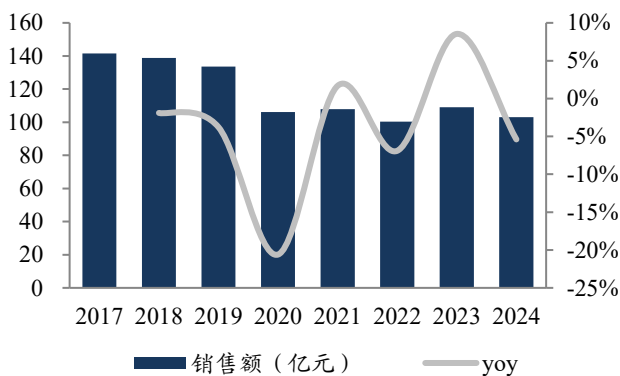


数据来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

水飞蓟宾胶囊（水林佳）为公司独家产品，已逐步成长为公司化药销售额首位的产品。脂肪性肝病包括酒精性脂肪性肝病和非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）两大类，生活压力和不健康的生活方式已经使 NAFLD 取代乙肝成为我国第一大慢性肝病。水林佳是水飞蓟宾-磷脂复合物制剂，是临床使用中生物利用度最高、具有独特肝脏靶向性，且唯一具有脂肪肝适应症的水飞蓟类保肝药物。

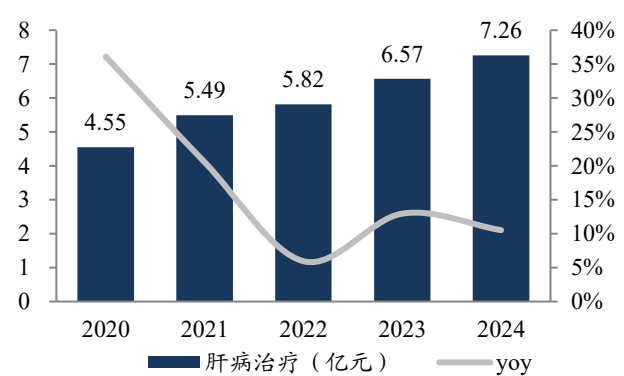
水飞蓟宾-磷脂复合物在体内可以形成相互协同、双重保护作用。磷脂可以增加水飞蓟宾的脂溶性，促进水飞蓟宾向细胞膜转运，大大提高水飞蓟宾的生物利用度，从而使水飞蓟宾更好地发挥其清除氧自由基、抗脂质过氧化的作用。同时二者在抑制脂肪沉积、保护和修复肝细胞等方面也表现出良好的协同作用。可以说水飞蓟宾和磷脂是改善肝功能指标，抑制肝细胞纤维化的“好搭档”，在临床实践中取得了良好的效果。

图35：肝病治疗药（含脂肪肝）全国等级医院销售情况



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图36：公司肝病治疗营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

（1）医药工业板块：

- 从核心产品来看，（1）中药板块：复方丹参滴丸夯实了业绩基础，慢性心绞痛适应症保持有望保持现有规模，糖网适应症加快放量；养血清脑、芪参益气作为基药产品稳健放量，中药注射剂触底反弹，芍麻止咳、坤心宁等中药创新药品种加速进院。我们预计 2025-2027 年中药板块收入增速为 6.2%/6.1%/5.2%。（2）化药板块：集采影响见底，水林佳稳健快速放量，我们预计化药板块收入增速为 12%/11%/10%。（3）生物药板块：普佑克下滑趋势得到遏制，随着后续新适应症的上市，销售增长有望提速，预计 2025-2027 年收入增速分别为 4%/30%/25%。

➤ 综合考虑核心产品放量节奏及所在的治疗领域，预计 2025-2027 年公司医药工业板块收入增速为 7.1%/7.6%/6.7%，毛利率基本保持稳定。

(2) 医药商业：随着公司逐步聚焦优势工业板块，商业规模有所下滑，我们预计 2025-2027 年商业板块收入增速为-5%/0%/0%，毛利率基本保持稳定。

综合来看，我们预计 2025-2027 年公司营收为 89.94/96.06/101.89 亿元，同比增长 5.8%/6.8%/6.1%。

表5：公司收入拆分及盈利预测（亿元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	86.74	84.98	89.94	96.06	101.89
YoY	0.93%	-2.03%	5.83%	6.81%	6.06%
毛利率	66.80%	67.14%	67.12%	67.15%	67.32%
医药工业板块	74.21	75.75	81.14	87.26	93.08
YoY	3.85%	2.08%	7.11%	7.55%	6.68%
毛利率	72.96%	71.08%	70.62%	70.50%	70.48%
——中药	59.71	60.24	63.98	67.88	71.41
YoY	7.45%	0.90%	6.20%	6.09%	5.20%
——化学制剂药	12.03	13.07	14.64	16.25	17.87
YoY	-5.28%	8.63%	12.00%	11.00%	10.00%
——生物药	1.90	1.92	2.00	2.60	3.24
YoY	-23.39%	1.05%	4.00%	30.00%	25.00%
——化学原料药	0.57	0.52	0.52	0.54	0.56
YoY	-19.72%	-8.77%	0.00%	4.00%	4.00%
医药商业	12.15	8.95	8.50	8.50	8.50
YoY	-14.26%	-26%	-5%	0%	0%
毛利率	29.54%	33.94%	33.90%	33.00%	33.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 估值与投资评级

选择与公司业务相近，且创新研发能力靠前的中药公司以岭药业、康缘药业、众生药业作为可比公司。我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 11.52/13.35/15.03 亿元，对应当前市值的 PE 为 20/17/15X，估值低于可比公司平均水平。公司基本盘稳中向好，研发能力靠前，华润三九入主后有望发挥双方优势，进一步提质增效。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (收盘日期为 2025 年 6 月 20 日)

公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
以岭药业	002603.SZ	232.40	-7.25	12.28	14.52	16.73	-32.08	18.92	16.01	13.89
康缘药业	600557.SH	83.40	3.92	4.65	5.44	6.33	21.28	17.93	15.32	13.18
众生药业	002317.SZ	135.31	-2.99	3.04	3.87	4.81	-45.23	44.57	34.93	28.14
平均值		150.37	-2.11	6.66	7.94	9.29	-18.68	27.14	22.09	18.40
天士力	600535.SH	231.56	9.56	11.52	13.35	15.03	24.23	20.10	17.34	15.41

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 天士力数据为东吴证券研究所预测, 其余均来自 wind 一致预测。

5. 风险提示

- (1) 医药行业政策风险: 随着医药卫生体制改革持续深入推进, 医药、医疗、医保等方面改革措施相继出台, 特别是基药目录调整、医保目录调整、医保支付方式改革、药品集中带量采购等措施的落地, 使药企原有经营模式受到冲击, 医药市场格局持续变化, 行业不确定性增加。
- (2) 市场竞争加剧风险: 医药企业愈发重视院外及基层终端的布局, 加强品牌建设, 行业竞争加剧下, 公司产品或存在放量不及预期风险。
- (3) 研发失败风险: 新药研发周期长, 投入高, 存在研发失败的风险。
- (4) 成本上涨风险: 原材料购入成本有升有降, 整体可控, 后续原辅包材价格走势暂不明朗, 或存在成本上涨、产品毛利率下滑风险。

天士力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,311	8,300	9,039	9,753	营业总收入	8,498	8,994	9,606	10,189
货币资金及交易性金融资产	3,518	4,636	5,309	6,028	营业成本(含金融类)	2,792	2,958	3,156	3,330
经营性应收款项	2,028	2,024	2,100	2,105	税金及附加	126	135	144	153
存货	1,712	1,593	1,586	1,575	销售费用	2,988	3,162	3,381	3,586
合同资产	0	0	0	0	管理费用	345	360	384	408
其他流动资产	53	47	44	45	研发费用	830	889	949	998
非流动资产	7,666	7,103	6,628	6,127	财务费用	(25)	(8)	(26)	(37)
长期股权投资	1,309	1,259	1,259	1,259	加:其他收益	78	63	48	51
固定资产及使用权资产	3,426	3,005	2,580	2,124	投资净收益	(84)	(18)	(19)	(20)
在建工程	222	222	222	222	公允价值变动	(129)	(100)	(30)	0
无形资产	604	623	609	564	减值损失	(232)	(100)	(60)	(30)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	21	14	9	9	营业利润	1,076	1,344	1,557	1,752
其他非流动资产	2,083	1,980	1,950	1,950	营业外净收支	(7)	(6)	(6)	(6)
资产总计	14,976	15,402	15,667	15,880	利润总额	1,069	1,338	1,551	1,746
流动负债	2,350	2,567	2,621	2,618	减:所得税	210	241	279	314
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,334	1,554	1,560	1,560	净利润	859	1,097	1,272	1,432
经营性应付款项	673	651	692	682	减:少数股东损益	(97)	(55)	(64)	(72)
合同负债	68	90	96	102	归属母公司净利润	956	1,152	1,335	1,503
其他流动负债	275	272	273	274	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.64	0.77	0.89	1.01
非流动负债	515	530	546	556	EBIT	1,476	1,330	1,524	1,708
长期借款	254	264	274	284	EBITDA	1,979	1,868	2,067	2,246
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.14	67.12	67.15	67.32
租赁负债	68	74	80	80	归母净利率(%)	11.24	12.81	13.90	14.75
其他非流动负债	194	193	193	193	收入增长率(%)	(2.03)	5.83	6.81	6.06
负债合计	2,865	3,097	3,167	3,174	归母净利润增长率(%)	(10.78)	20.56	15.89	12.58
归属母公司股东权益	11,903	12,152	12,411	12,688					
少数股东权益	208	153	89	18					
所有者权益合计	12,111	12,305	12,500	12,706					
负债和股东权益	14,976	15,402	15,667	15,880					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,015	1,974	1,925	2,061	每股净资产(元)	7.97	8.13	8.31	8.49
投资活动现金流	(941)	(96)	(124)	(62)	最新发行在外股份(百万股)	1,494	1,494	1,494	1,494
筹资活动现金流	(2,454)	(761)	(1,128)	(1,279)	ROIC(%)	8.13	7.80	8.74	9.65
现金净增加额	(1,380)	1,117	674	719	ROE-摊薄(%)	8.03	9.48	10.76	11.85
折旧和摊销	502	539	543	537	资产负债率(%)	19.13	20.11	20.21	19.99
资本开支	(537)	(151)	(102)	(42)	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.23	20.10	17.34	15.41
营运资本变动	218	76	(48)	(9)	P/B (现价)	1.95	1.91	1.87	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>