

天士力 (600535.SH)

普佑克 AIS 适应症获批，创新成果落地

9 月 22 日,公司公告全资子公司天士力生物核心产品注射用重组人尿激酶原(普佑克)获批新增适应症,用于急性缺血性脑卒中的溶栓治疗。自此,普佑克拥有“心梗”和“脑梗”两项适应症,丰富公司神经/精神领域产品线,提升普佑克销售潜力。

- 急性缺血性脑卒中 (AIS) 具有高发病率、高复发率和高致残率特征,中国每年新发患者超百万人。AIS 是由于脑血管阻塞导致局部缺血缺氧,是全球致死率最高的疾病之一。根据统计,中国每年卒中新发患者人数约 200 万人,其中急性缺血性卒中是最常见的卒中类型,占我国新发卒中患者的 69.6%-72.8%。最新数据显示,我国 AIS 患者住院期间病死率达到 0.5%,并发病发生率为 12.8%。在 AIS 发生早期,给予再灌注治疗能够恢复缺血区域血流,显著改善患者神经功能残疾,越早治疗,有效性、安全性越高。
- AIS 再灌注治疗中静脉溶栓和机械取栓是最有效的恢复脑血流措施,被临床广泛接受。目前静脉溶栓药物主要包括阿替普酶、替奈普酶、瑞替普酶以及尿激酶,多项临床研究证实了静脉溶栓药物的有效性和安全性,并不断扩大适应症人群。其中重组人尿激酶原是一种基因工程制备药品,属于非组织型纤溶酶原激活物,其结构为单肽链,半衰期较长,在体内可持续发挥溶栓作用。血管内介入机械取栓是近年 AIS 治疗重要进展,可显著改善急性大动脉闭塞所致缺血性卒中患者的预后。
- 普佑克 III 期临床试验展现更高安全性,两大适应症提升销售天花板。普佑克是国内目前唯一获批上市的重组人尿激酶原产品,III 期临床研究 PROST II 显示,对于发病 4.5h 内 AIS 患者,普佑克对比阿替普酶疗效非劣,同时颅内出血率较低,3 个月死亡率差异无统计学差异。我们认为普佑克新增 AIS 适应症进一步拓展目标患者人群,手握“心梗”和“脑梗”两大适应症,在现有的入院渠道和学术积累下,普佑克 AIS 适应症有望快速放量。
- 维持“增持”投资评级。普佑克的新增适应症获批不仅丰富公司神经/精神领域产品线,同时显示公司创新成果将逐步落地,我们仍然看好公司研发管线价值释放。预计 2025-2027 年将实现归母净利润 11.9/13.6/15.1 亿元,同比增长 24.3%/14.8%/10.8%,对应 PE 为 20/17/16 倍,维持“增持”投资评级。
- 风险提示:行业政策、研发失败、市场推广及中药材成本和供应风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8674	8498	8684	9094	9596
同比增长	1%	-2%	2%	5%	6%
营业利润(百万元)	1228	1076	1331	1516	1677
同比增长	-903%	-12%	24%	14%	11%
归母净利润(百万元)	1071	956	1188	1364	1511
同比增长	-518%	-11%	24%	15%	11%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.79	0.91	1.01
PE	21.9	24.6	19.8	17.2	15.5
PB	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6

资料来源:公司数据、招商证券

增持(维持)

消费品/生物医药

目标估值: NA

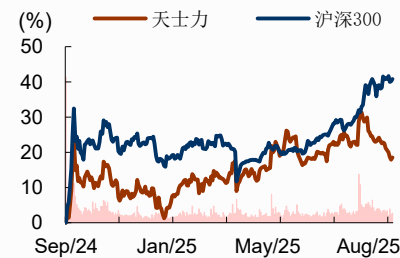
当前股价: 15.71 元

基础数据

总股本(百万股)	1494
已上市流通股(百万股)	1494
总市值(十亿元)	23.5
流通市值(十亿元)	23.5
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	18.4%
主要股东	华润三九医药股份有限公司
主要股东持股比例	28.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	4	17
相对表现	-15	-8	-24



资料来源:公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《天士力(600535)——顺利完成“百日融合”,盈利能力稳步提升》
2025-08-29
- 2、《天士力(600535)——进入华润体系,创新中药龙头迈入新发展阶段》
2025-03-13

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8733	7311	7609	8660	10028
现金	4451	2994	3000	3787	4857
交易性投资	301	525	600	700	800
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	688	780	868	909	960
其它应收款	11	23	17	18	19
存货	1748	1712	1757	1815	1884
其他	1534	1277	1366	1430	1508
非流动资产	7982	7666	7411	7156	6935
长期股权投资	1415	1309	1309	1309	1309
固定资产	3389	3232	3096	2978	2876
无形资产商誉	2042	2050	1845	1660	1494
其他	1135	1074	1161	1208	1255
资产总计	16714	14976	15021	15815	16962
流动负债	2370	2350	2018	1833	1921
短期借款	723	700	999	750	770
应付账款	573	607	573	592	615
预收账款	155	134	143	148	154
其他	918	910	302	343	383
长期负债	1655	515	515	515	515
长期借款	1414	254	254	254	254
其他	241	262	262	262	262
负债合计	4024	2865	2534	2348	2436
股本	1500	1494	1494	1494	1494
资本公积金	852	459	459	459	459
留存收益	10017	9950	10346	11354	12456
少数股东权益	322	208	188	160	117
归属于母公司所有者权益	12368	11903	12299	13307	14409
负债及权益合计	16714	14976	15021	15815	16962

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2576	2015	1458	1682	1732
净利润	1017	859	1068	1226	1358
折旧摊销	435	502	636	596	562
财务费用	47	5	(22)	(21)	(38)
投资收益	99	69	(10)	(20)	(20)
营运资金变动	962	581	(213)	(100)	(130)
其它	16	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(2109)	(941)	(346)	(311)	(311)
资本支出	(669)	(565)	(291)	(291)	(291)
其他投资	(1440)	(376)	(56)	(20)	(20)
筹资活动现金流	(1196)	(2454)	(1105)	(584)	(351)
借款变动	(339)	(1113)	(335)	(249)	20
普通股增加	0	(6)	0	0	0
资本公积增加	(369)	(393)	0	0	0
股利分配	(495)	(988)	(792)	(356)	(409)
其他	7	46	22	21	38
现金净增加额	(729)	(1380)	6	787	1070

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8674	8498	8684	9094	9596
营业成本	2880	2792	2866	2960	3073
营业税金及附加	129	126	129	135	142
营业费用	2984	2988	3057	3192	3359
管理费用	342	345	365	373	393
研发费用	917	830	868	909	960
财务费用	(19)	(25)	(22)	(21)	(38)
资产减值损失	(13)	(230)	(100)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(172)	(129)	50	20	20
其他收益	83	78	50	50	50
投资收益	(111)	(84)	(90)	(50)	(50)
营业利润	1228	1076	1331	1516	1677
营业外收入	3	14	5	6	7
营业外支出	10	22	11	12	13
利润总额	1221	1069	1325	1510	1671
所得税	204	210	257	284	313
少数股东损益	(54)	(97)	(120)	(138)	(153)
归属于母公司净利润	1071	956	1188	1364	1511

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-2%	2%	5%	6%
营业利润	-903%	-12%	24%	14%	11%
归母净利润	-518%	-11%	24%	15%	11%
获利能力					
毛利率	66.8%	67.1%	67.0%	67.4%	68.0%
净利率	12.3%	11.2%	13.7%	15.0%	15.7%
ROE	8.6%	7.9%	9.8%	10.7%	10.9%
ROIC	6.8%	5.9%	7.8%	8.7%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	19.1%	16.9%	14.8%	14.4%
净负债比率	15.9%	10.6%	8.3%	6.3%	6.0%
流动比率	3.7	3.1	3.8	4.7	5.2
速动比率	2.9	2.4	2.9	3.7	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	11.0	11.6	10.5	10.2	10.3
应付账款周转率	4.0	4.7	4.9	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.64	0.79	0.91	1.01
每股经营净现金	1.72	1.35	0.98	1.13	1.16
每股净资产	8.28	7.97	8.23	8.91	9.64
每股股利	0.33	0.53	0.24	0.27	0.30
估值比率					
PE	21.9	24.6	19.8	17.2	15.5
PB	1.9	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.7	15.5	11.9	11.1	10.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。