

天士力(600535)深度报告： 创新中药龙头迎来业绩拐点，核心产品放量可期

评级：买入(维持)

周小刚(证券分析师)
S0350521090002
zhouxg@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-------|-------|-------|
| 天士力 | 11.7% | 29.4% | 27.6% |
| 沪深300 | -1.6% | -5.2% | 3.9% |

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 8593 | 8066 | 9039 | 9849 |
| 增长率(%) | 8 | -6 | 12 | 9 |
| 归母净利润 (百万元) | -257 | 942 | 1125 | 1317 |
| 增长率(%) | -111 | 467 | 20 | 17 |
| 摊薄每股收益 (元) | -0.17 | 0.63 | 0.75 | 0.88 |
| ROE(%) | -2 | 7 | 8 | 8 |
| P/E | — | 23.97 | 20.06 | 17.14 |
| P/B | 1.30 | 1.69 | 1.56 | 1.43 |
| P/S | 1.88 | 2.80 | 2.50 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 8.09 | 13.43 | 11.07 | 8.66 |

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——天士力 (600535) 2023年一季报点评报告: 业绩靓丽, 核心业务稳步增长 (买入) *中药 II *周小刚》——2023-04-25

《——天士力 (600535) 2022年年报点评报告: 业绩增长稳健, 增长动力充足 (买入) *中药 II *周小刚》——2023-03-28

| | |
|--------------------------------|----|
| 1: 核心逻辑..... | 5 |
| 2: 创新中药龙头迎来业绩拐点..... | 12 |
| 3: 产品梯度丰富, 核心产品放量可期..... | 21 |
| 3.1: 复方丹参滴丸——上市30年, 迸发新活力..... | 23 |
| 3.2: 养血清脑——适用范围宽, 市场空间大..... | 30 |
| 3.3: 芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会..... | 34 |
| 3.4: 注射剂——以量换价, 拐点明确..... | 39 |
| 4: 盈利预测与投资评..... | 45 |
| 5: 风险提示..... | 48 |

- ◆ **造成公司业绩波动的不利因素均已减弱，公司业绩进入上升通道。**受公司主动去库存、中药注射剂降价、出售医药商业、非经常损益较大等的影响，公司2018~2021业绩波动较大。当前公司应收账款已处于较低水平、注射剂以量换价进展顺利、预计所持股权公允价值不会对业绩产生重大影响，影响业绩的不利因素均已减弱。
- ◆ **复方丹参滴丸久经不衰，销售额稳定增长。**在适应症方面，丹滴具备“日常+急救”双重功效。我们认为在“冠心病患病率提高+渗透率提升+糖网适应症获批”三重因素下，丹滴可维持稳定增长。
- ◆ **养血清脑适应症广泛，阿尔茨海默症有望打开销售天花板。**养血清脑具有治疗头痛、抑郁症、帕金森睡眠障碍等三大应用场景，对应约45亿元市场空间。若阿尔茨海默症适应症获批，则有望带来约24亿元市场空间。
- ◆ **芪参益气滴丸“心衰+糖尿病肾病”有望获批，市场空间广阔。**根据我们测算，心衰适应症有望带来约12亿元市场空间、糖尿病肾病有望带来58亿元市场空间。
- ◆ **中药注射剂以量换价，拐点明确。**注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸2019/11被纳入国家医保目录，医保支付价相对之前医保中标价有所下降，但进一步拓展了市场网络，销量显著提升。根据PDB资料显示，2019~2021年，注射用益气复脉销量CAGR为31.12%、注射用丹参多酚酸销量CAGR为105.75%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**公司作为中药创新药龙头，在心脑血管中成药领域优势显著，看好公司长期发展。我们预计2023/2024/2025公司收入分别为80.66、90.39、98.49亿元，同比变动为-6.14%/12.06%/8.96%；对应归母净利润分别为9.42、11.25、13.17亿元，同比扭亏为盈、+19.52%、+17.01%；对应PE估值23.97X/20.06X/17.14X。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**核心产品市场推广不及预期、适应症拓展不及预期、原材料供应风险、集采降价风险、心脑血管中成药竞争风险加剧风险、测算仅供参考，以实际为准。

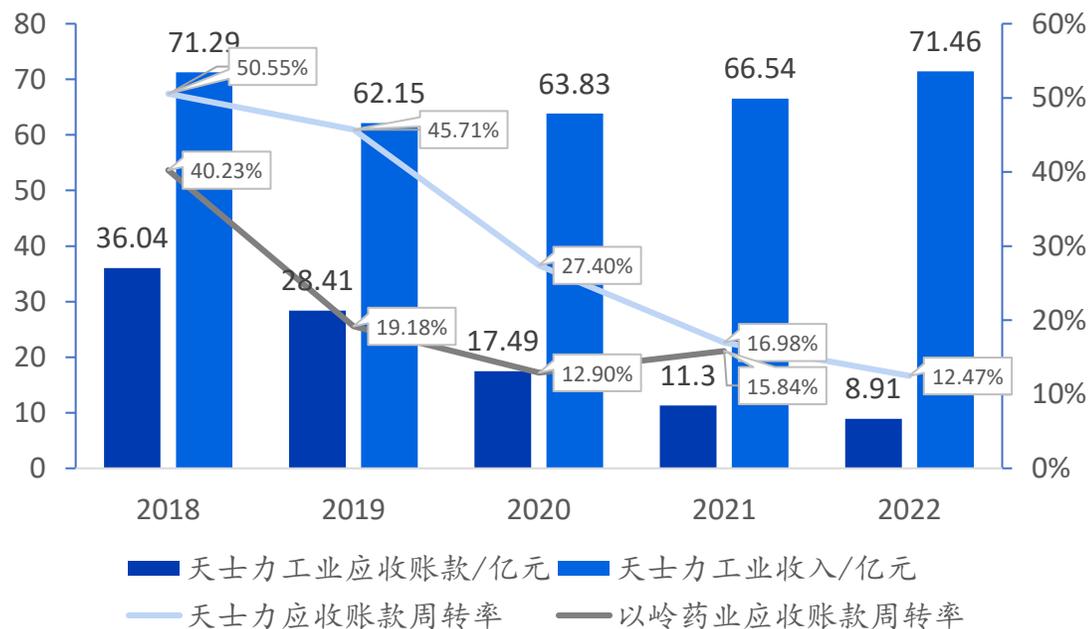
1

核心逻辑

核心逻辑之一：业绩拐点出现，进入上升通道

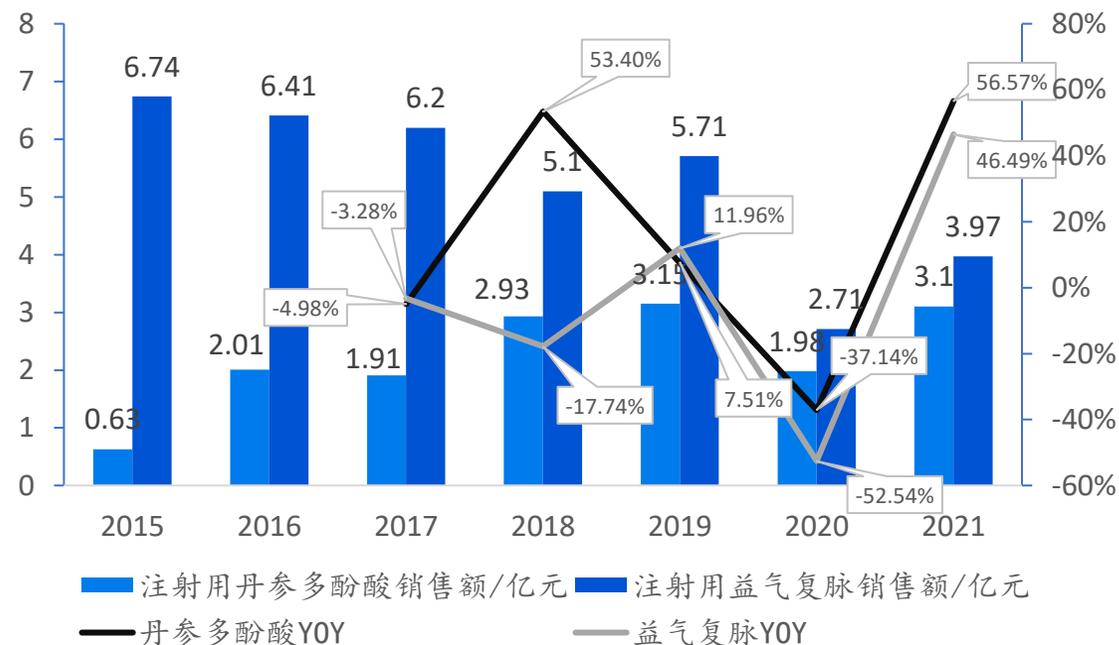
- ◆ 自2018年以来，受多方因素影响，公司经营业绩波动较大，我们认为目前扰动公司业绩的不利因素均已减弱。
- 1) 渠道库存清理基本结束。2018年以来，公司逐步清理渠道库存，影响产品发货，导致营收出现波动。目前，公司应收账款周转率已处于较低行业较低水平，公司发货已经逐步恢复正常。
- 2) 中药注射剂实现“以量换价”。2019年，公司两款中药注射剂(注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸，2018年两者销售额合计/医药工业收入为9.07%)进入国家医保目录，价格降幅约70%。当前，两款产品借助国家医保目录实现快速放量，2021年实现较快增长。

公司医药工业板块应收账款周转率处于较低水平



备注：天士力2022年应收账款使用公司整体应收款代替。

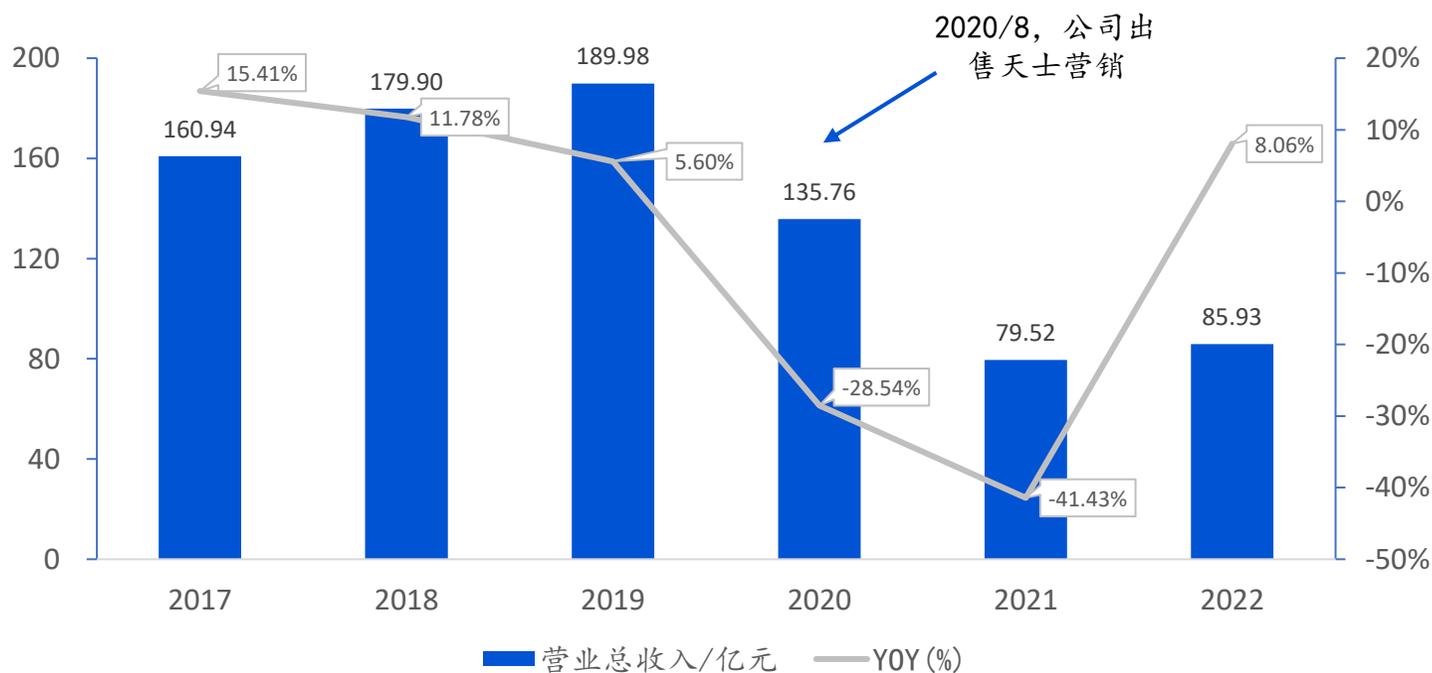
公司注射剂已逐步恢复正增长(PDB)



核心逻辑之一：业绩拐点出现，进入上升通道

- ◆ 自2018年以来，受多方因素影响，公司经营业绩波动较大，我们认为目前扰动公司业绩的不利因素均已减弱。
- 3) 基本完成商业资产剥离。
 - ✓ 2020/8，公司出售天士营销(区域性医药流通企业，2019年营收占公司收入70.71%)100%股权，导致2020、2021营收出现下降。
 - ✓ 2023/4/1，公司拟将天士力医药商业持有的济南平嘉(连锁药店)60%股权、辽宁天士力(连锁药店)90%股权出售给漱玉平民大药房连锁股份有限公司。

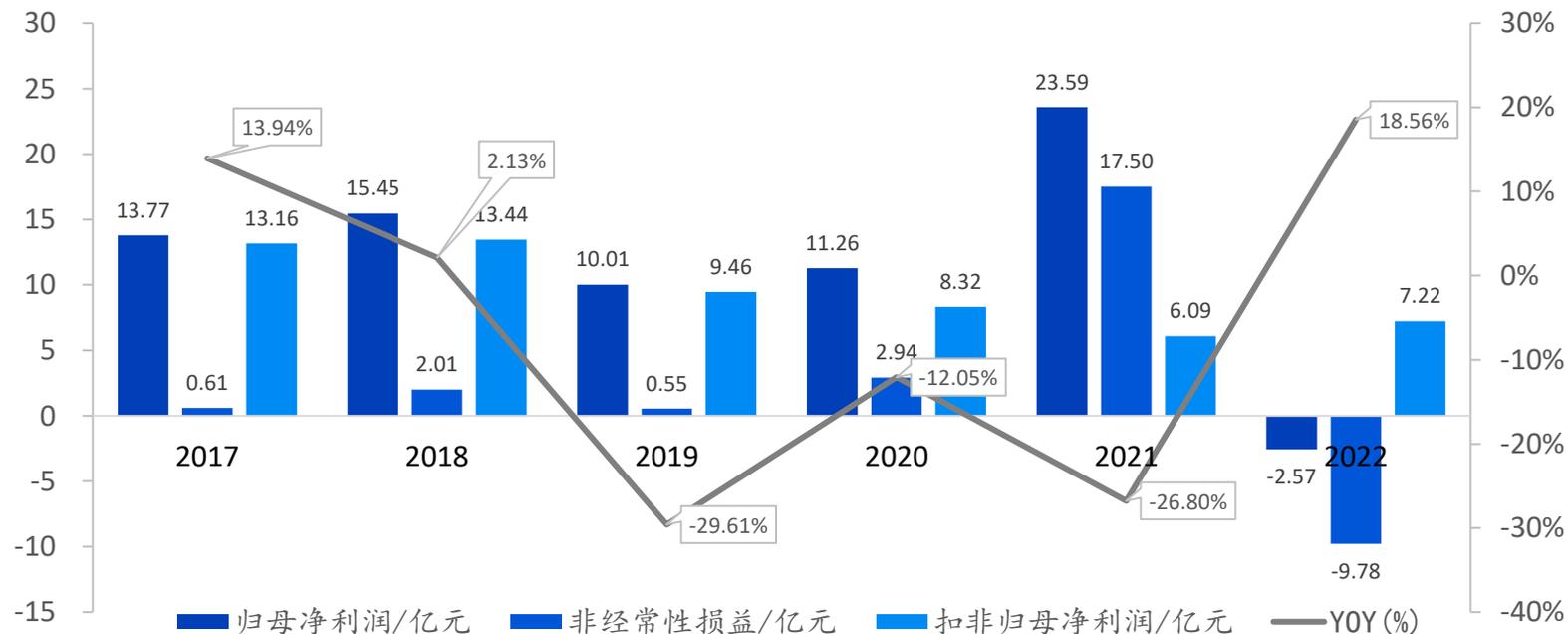
2017~2022年公司营业收入情况



核心逻辑之一：业绩拐点出现，进入上升通道

- ◆ 自2018年以来，受多方因素影响，公司经营业绩波动较大，我们认为目前扰动公司业绩不利因素均已减弱。
- 4) 非经常损益波动有望降低。2021、2022年，由于公司持有的I-MAB、科济药业股权的公允价值出现大幅变动，导致归母净利润出现明显波动。截至2022/12/31，公司所持有科济药业、I-MAB股权公允价值为0.98亿元、1.01亿元，股价下降对公司利润影响将减弱。

2017~2022年公司盈利情况



核心逻辑之二：产品梯度良好，在研品种丰富

- ◆ 公司以复方丹参滴丸为基础，布局多层次产品组合。PDB数据库显示，复方丹参滴丸2021年销售额约为19.67亿元；此外，公司还拥有过5亿级别的品种养血清脑颗粒，以及1~5亿的品种芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸、穿心莲内酯等。

公司产品梯度丰富

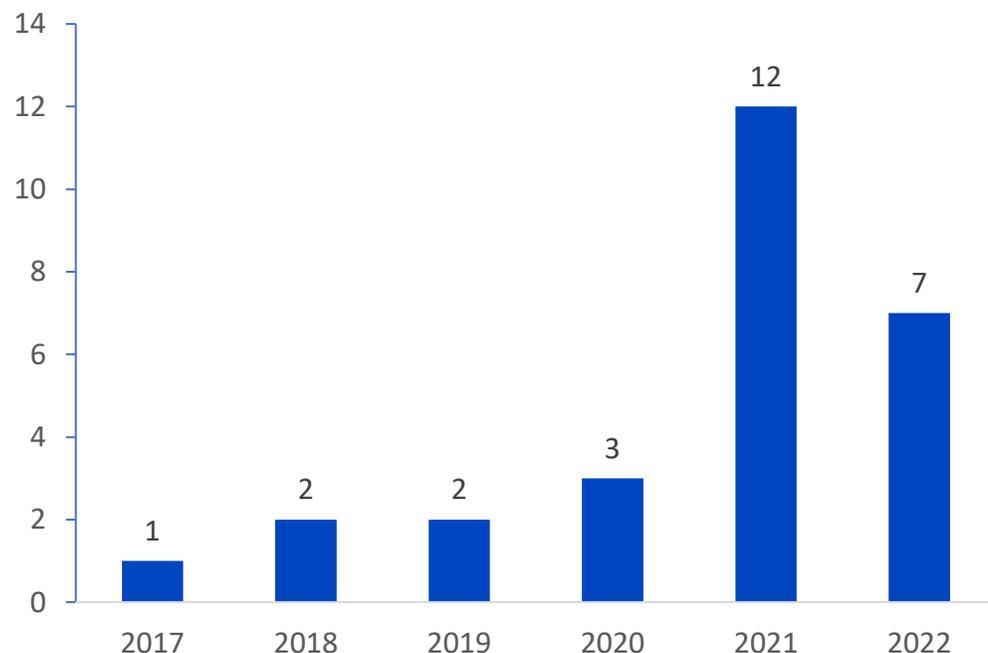
| 产品名称 | 上市时间 | 国家医保/基药目录 | 治疗领域 | 是否独家 | 2021年销售额/亿元 |
|----------|------|-----------|-------------------|------|-------------|
| 复方丹参滴丸 | 1995 | +/+ | 冠心病+糖尿病视网膜病变 | 是 | 19.67 |
| 养血清脑颗粒/丸 | 2006 | +/+ | 头痛，眩晕眼花，心烦易怒，失眠多梦 | 是 | 6.40 |
| 芪参益气滴丸 | 2003 | +/+ | 冠心病 | 是 | 4.02 |
| 注射用益气复脉 | 2006 | +/- | 冠心病心绞痛+心衰 | 是 | 3.97 |
| 注射用丹参多酚酸 | 2011 | +/- | 轻中度脑梗死 | 是 | 3.11 |

核心逻辑之二：产品梯度良好，在研品种丰富

- ◆ 公司新药获批数量多，上市即被纳入国家医保目录，实现快速放量。2019/12，芍麻止痉颗粒获批（2019年共有2个中成药获批上市），次年便被纳入2020版国家医保目录；坤心宁颗粒2021年获批上市（2021年共有12个中成药获批上市），被纳入2022版国家医保目录。
- ◆ 公司新药在研管线丰富。截至2022年12月31日，公司拥有13个处于II、III期临床的产品。

公司储备产品数量丰富（截至2022年12月31日）

2017~2022年获批新药数量



| II期 | | |
|----------|-------------|------|
| 产品 | 适应症 | 注册分类 |
| 九味化斑丸 | 斑块型银屑病 | 1.1类 |
| 中风回语颗粒 | 缺血性脑卒中 | 6.1类 |
| 苏苏小儿止咳颗粒 | 儿童普通感冒所致咳嗽 | 6.1类 |
| 香橘乳癖宁胶囊 | 乳腺增生 | 6类 |
| 芪苓温肾消囊颗粒 | 多卵巢综合征 | 6类 |
| 胡黄连总苷胶囊 | 非酒精性脂肪肝炎 | 5类 |
| 肠康颗粒 | 腹泻型肠易激综合征 | 6.1类 |
| 三黄睛视明丸 | 湿性年龄相关病变 | 6.1类 |
| 连夏消痞颗粒 | 功能性消化不良 | 6.1类 |
| 加参片 | 冠心病所致心力衰竭 | 6类 |
| III期 | | |
| 产品 | 适应症 | 注册分类 |
| 安神滴丸 | 失眠症 | 1.1类 |
| 脊痛宁片 | 脊柱关节炎 | 1.1类 |
| 青术颗粒 | 原发性急性痛风性关节炎 | 6.1类 |

- ◆ 复方丹参滴丸
 - 2021/10，复方丹参滴丸获批用于“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”，我们预计对应约31亿元终端市场。
- ◆ 芪参益气滴丸
 - 2022/12，芪参益气滴丸新增糖尿病肾病适应症获批开展临床，我们预计这一适应症约对应终端市场空间约58亿元。
 - 2020/1，芪参益气滴丸新增慢性心力衰竭适应症获批开展临床，我们预计这一适应症对应终端市场空间约12亿元。
- ◆ 养血清脑丸
 - 2020/4，养血清脑丸新增阿尔茨海默病（AD）适应症获批开展临床，我们预计这一适应症对应终端市场约24亿元。

公司三大产品新增适应症临床实验进展（截至2022/12/31）

| 产品名称 | 适应症 | 所处阶段 | 预计市场空间 |
|--------|----------|-----------|--------|
| 复方丹参滴丸 | 糖尿病视网膜病变 | 2021/10获批 | 31亿元 |
| | AMS | 国际注册III期 | — |
| | 稳定型心绞痛 | 国际注册III期 | — |
| 芪参益气滴丸 | 糖尿病肾病 | II期临床 | 58亿元 |
| | 慢性心力衰竭 | II期临床 | 12亿元 |
| 养血清脑丸 | 阿尔茨海默症 | II期临床 | 24亿元 |

2

创新中药龙头迎来业绩拐点

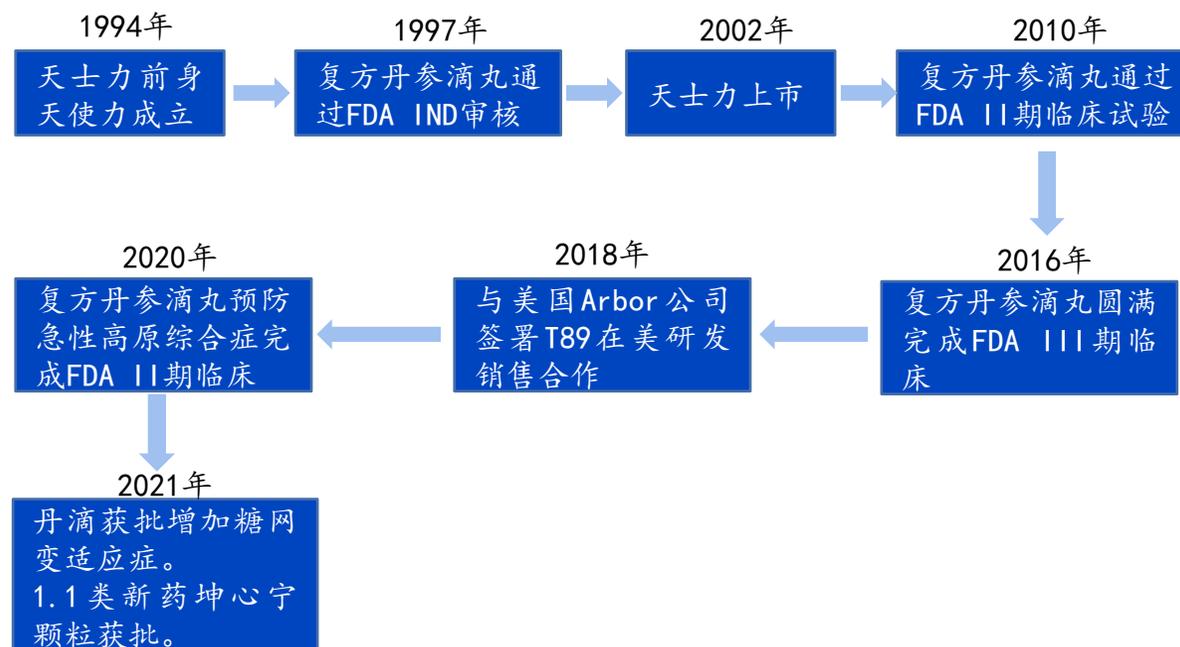
1、创新中药龙头迎来业绩拐点

- ◆ 中药现代化领军企业，构建以“心血管”为核心的大中药体系。公司构建了以复方丹参滴丸为引领，打造了养血清脑颗粒、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等多知名中药品种。此外，公司还拥有蒂清(替莫唑胺胶囊)、文飞(右佐匹克隆片)、普佑克等化学、生物药物，实现中、化、生全产业布局。
- ◆ 公司中成药产品梯队丰富。公司拥有过10亿品种复方丹参滴丸，过亿品种养血清脑颗粒/丸、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等。

公司主要产品销售情况

| 产品名称 | 上市时间 | 国家医保/基药目录 | 治疗领域 | 2021年销售额/亿元 |
|----------|--------------|-----------|--------------------------|-------------|
| 复方丹参滴丸 | 1995 | +/+ | 冠心病+糖尿病 视网膜病变 | 19.67 |
| 养血清脑颗粒/丸 | 2006 (丸剂) | +/+ | 头痛，眩晕眼花 心烦易怒，失眠 多梦 | 6.39 |
| 芪参益气滴丸 | 2003 | +/+ | 冠心病 | 4.02 |
| 注射用益气复脉 | 2006 | +/- | 冠心病心绞痛+ 心衰 | 3.97 |
| 注射用丹参多酚酸 | 2011 | +/- | 轻中度脑梗死 | 3.1 |

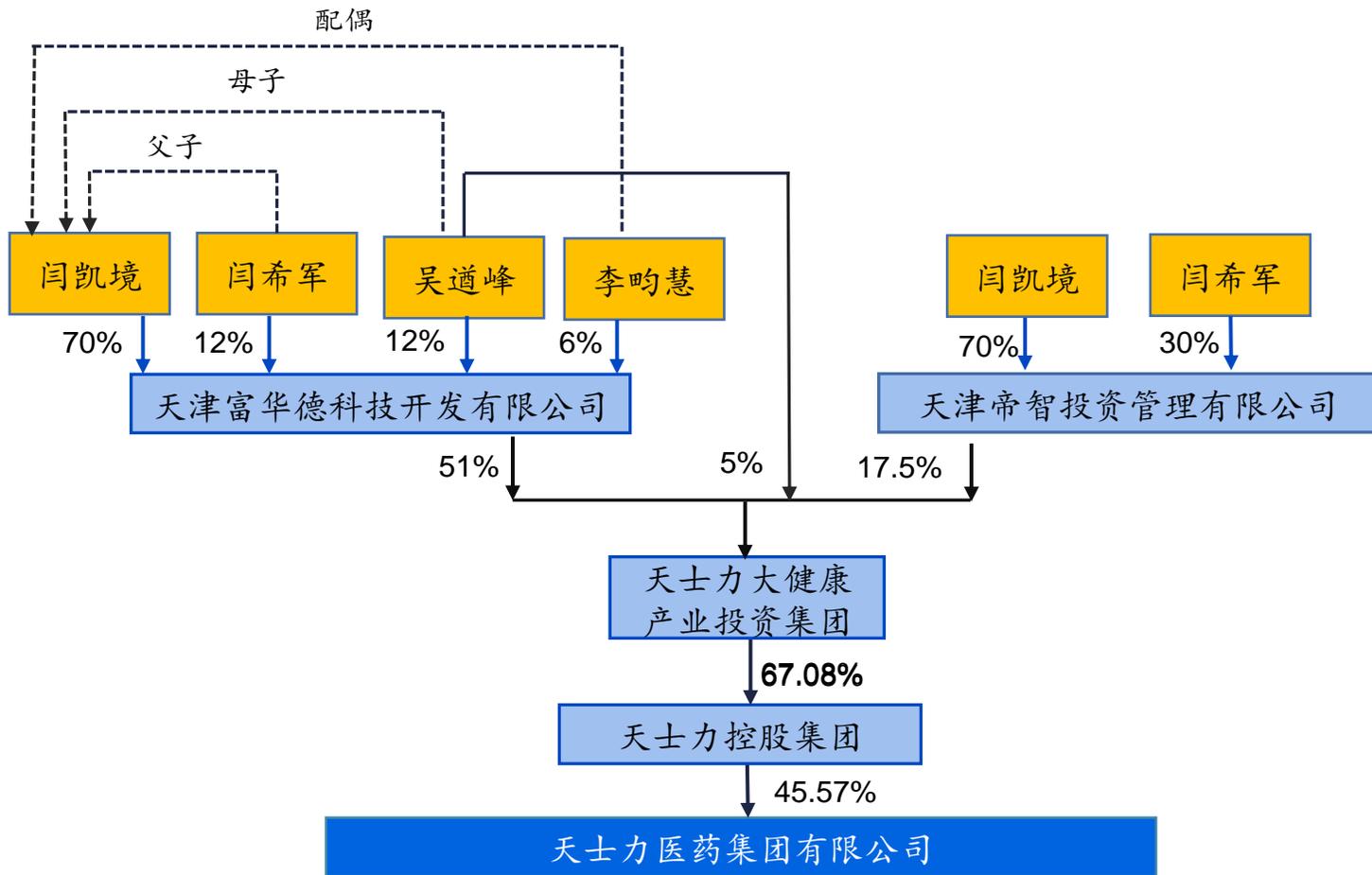
天士力大事记



1、创新中药龙头迎来业绩拐点

◆ 公司为家族企业。闫凯境家族为公司实际控制人。

天士力股权结构图(截至2022/12/31)



代表实际
控制人

1、创新中药龙头迎来业绩拐点

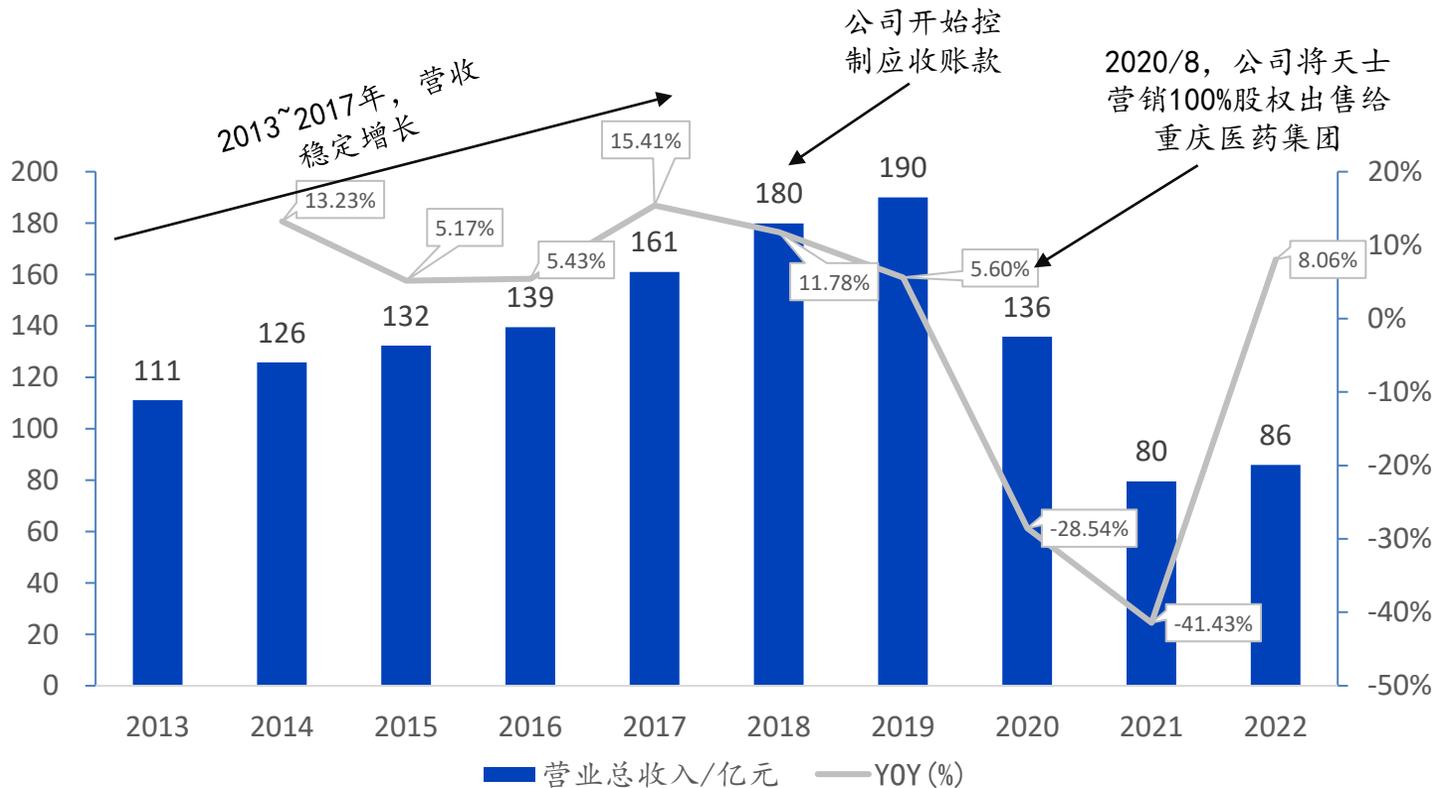
◆ 公司过去5年业绩波动较大，营业收入显著下滑。下文将从收入、利润两方面进行分析：

□ 收入端：

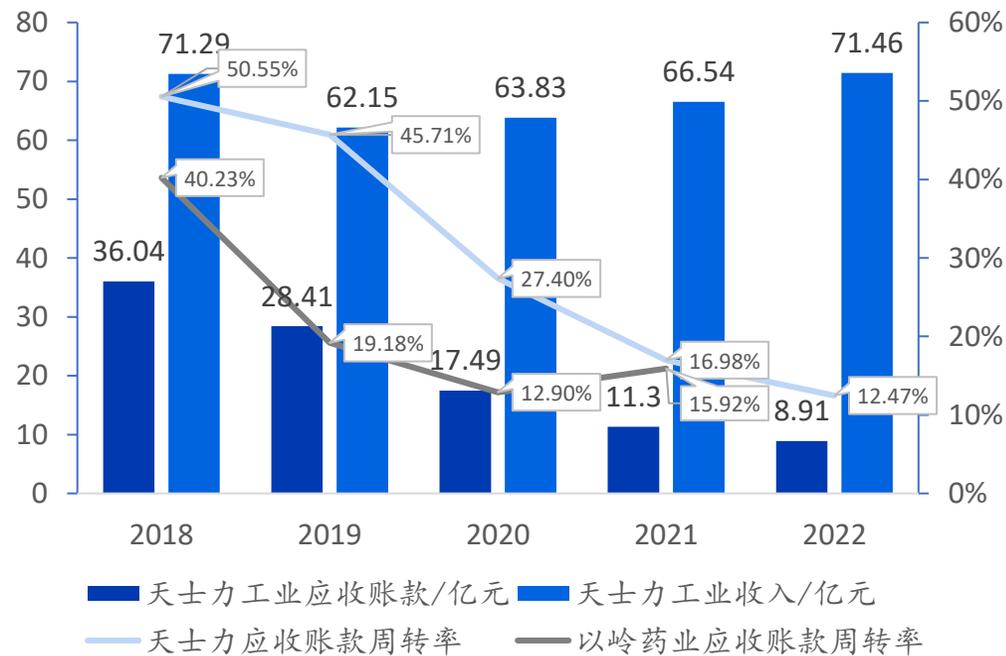
1) 2018~2019年，公司清理渠道库存、降低应收账款，导致收入出现波动。当前公司医药工业应收账款周转率已经处于行业较低水平。

2) 2020/8，公司将天士力营销100%的股权出售给重庆医药集团，医药商业板块收入大幅下滑，导致营收下降。

2013~2022年公司营收情况



2018~2022公司应收账款周转率下降



备注：2022年天士力工业应收以公司整体应收账款代替。

1、创新中药龙头迎来业绩拐点

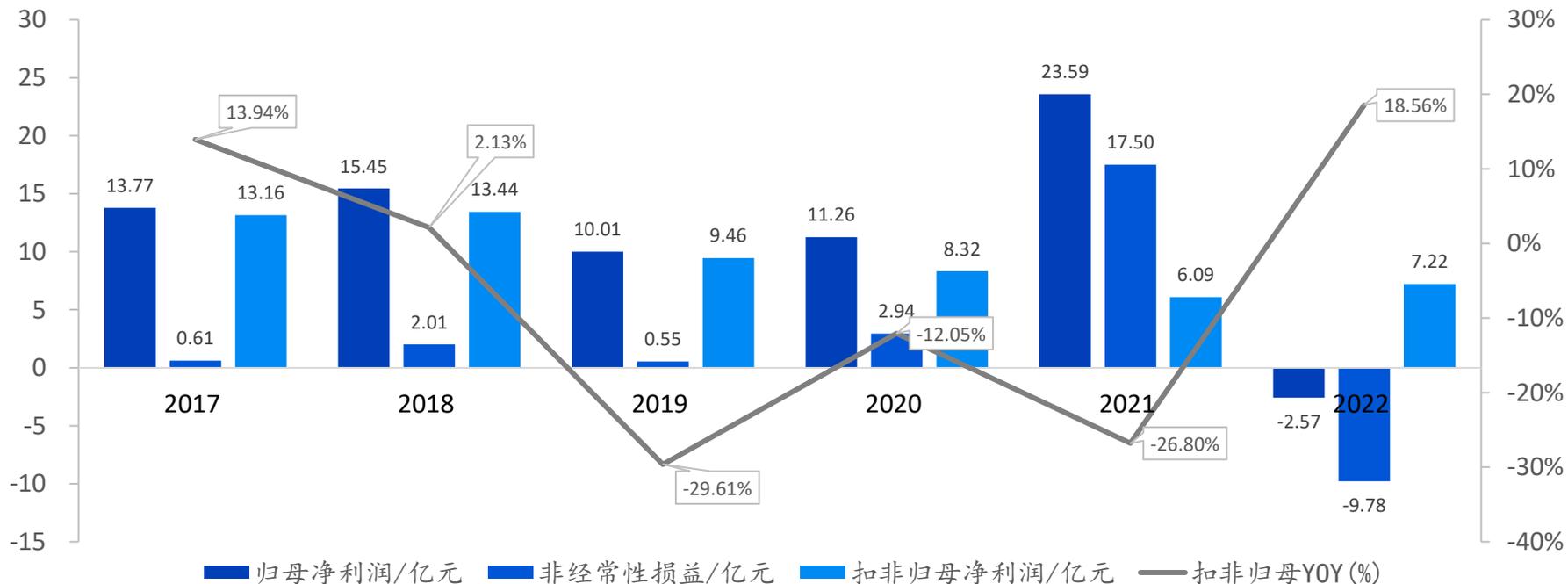
◆ 公司过去5年业绩波动较大，营业收入显著下滑。下文将从收入、利润两方面进行分析：

□ 利润端：非经常损益导致净利润波动较大，扣非归母净利润较为稳定。

1) 2021年，公司对所持的I-MAB股权核算方法由权益法转换为按公允价值计量，增厚上市公司归母净利润16.01亿元。

2) 2022年，公司所持有I-MAB、科济药业等金融资产公允价值下降11.04亿元，影响净利润情况。

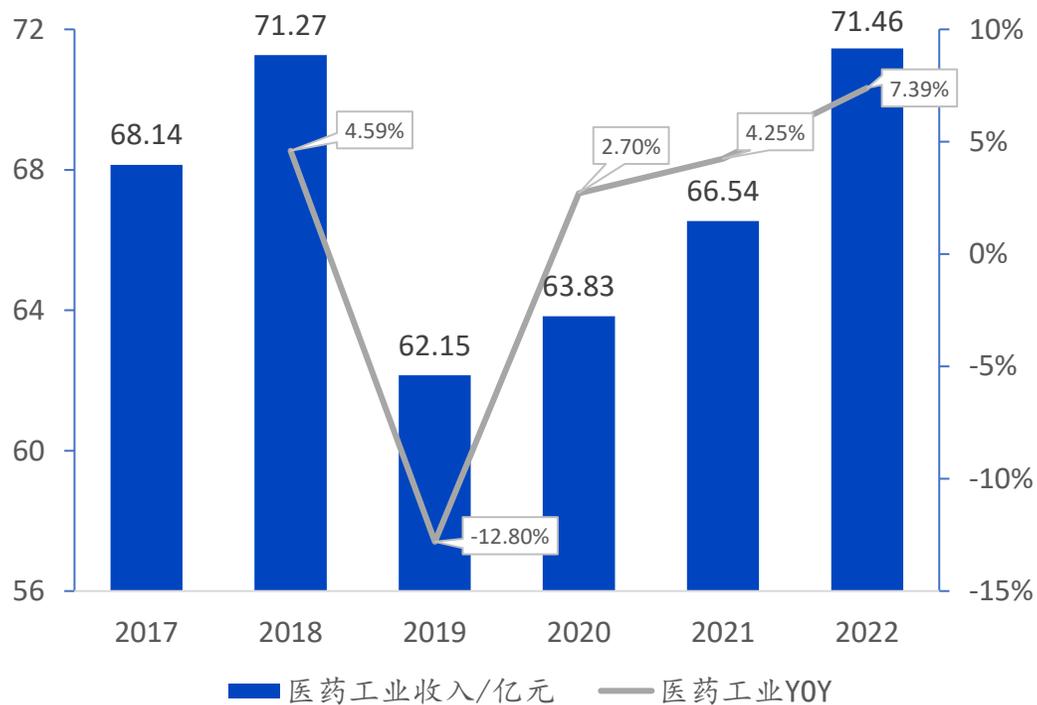
2017~2022年公司盈利情况



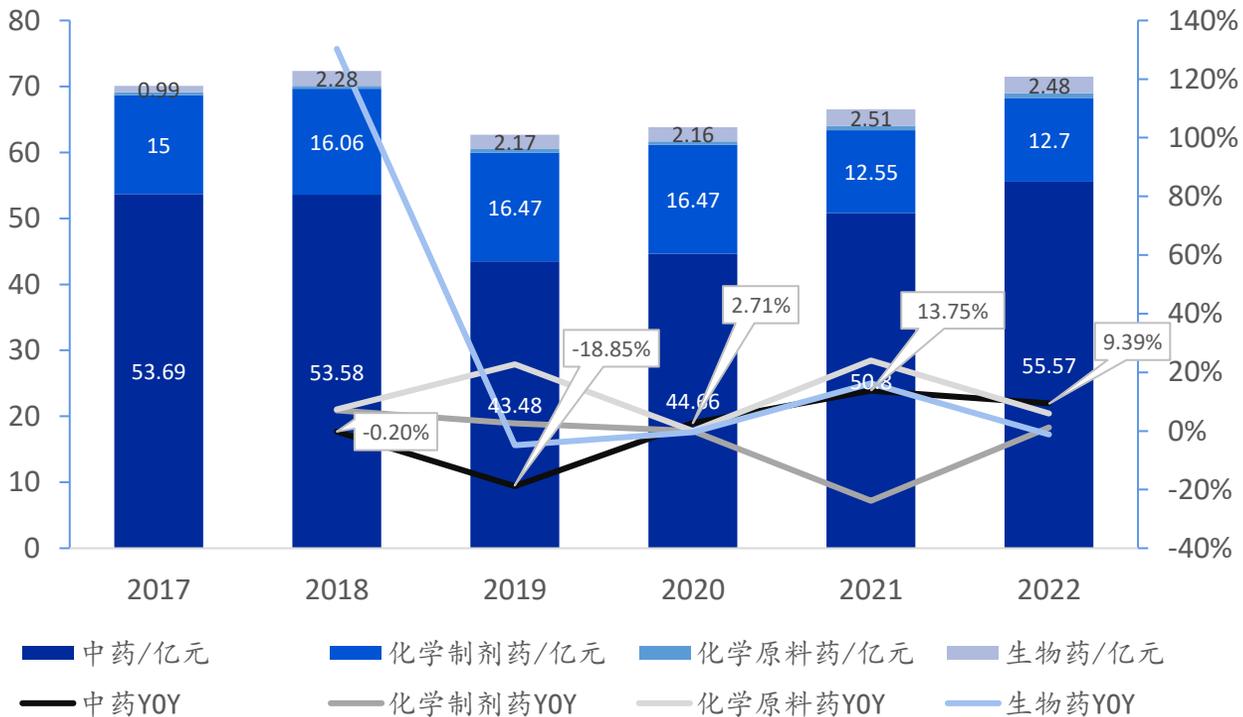
1、创新中药龙头迎来业绩拐点

- ◆ 医药工业营收稳步增长。2019~2022年，公司医药工业营收由62.15亿元增长至71.46亿元，CAGR为4.76%。
- ◆ 中药板块贡献主要营收。2019~2022年，公司中药业务营收由43.38亿元增长至55.57亿元，CAGR为8.52%。中药占医药工业收入比例由69.96%上升至77.76%。

2019~2022年公司工业营收稳步增长



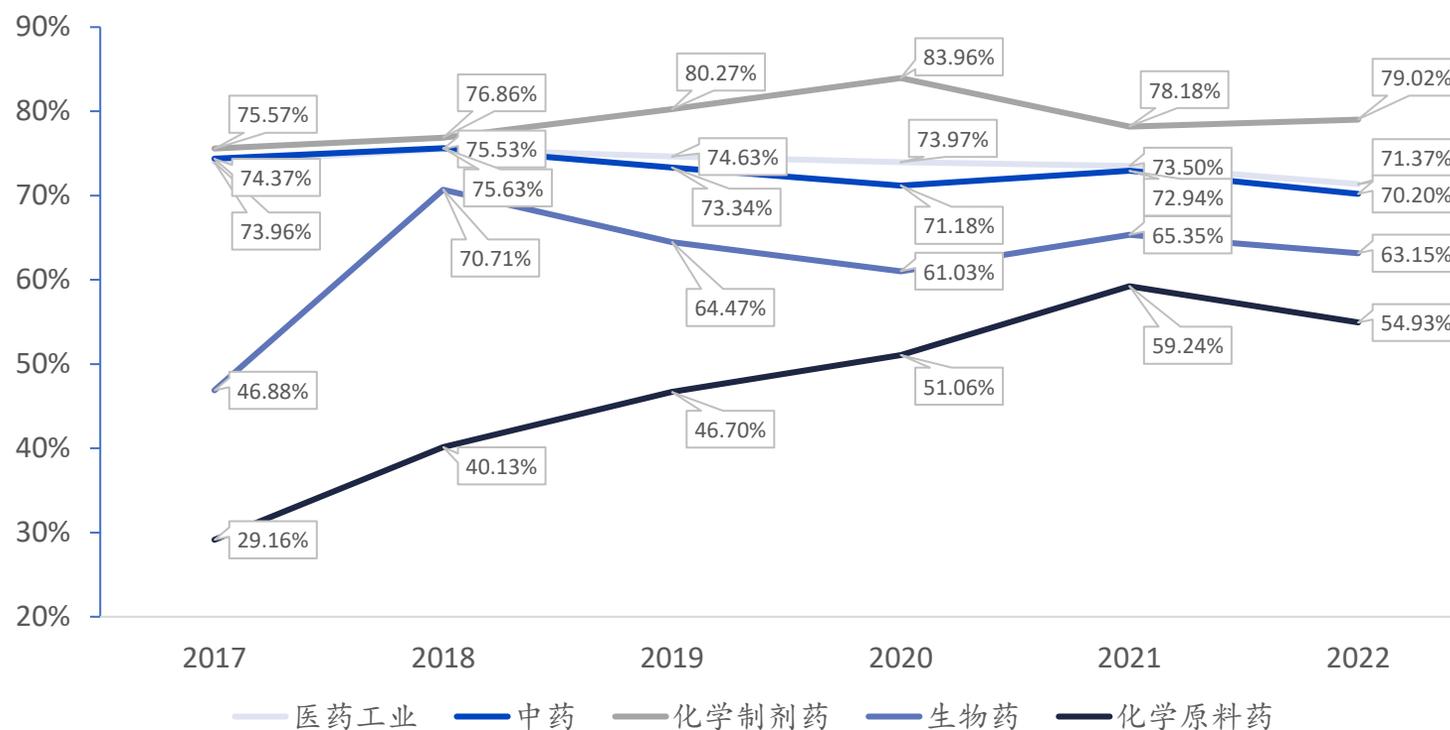
中药业务贡献主要收入



1、创新中药龙头迎来业绩拐点

◆ 中药板块盈利能力稳定。2017~2022年，公司中药板块毛利率稳定在70%以上。

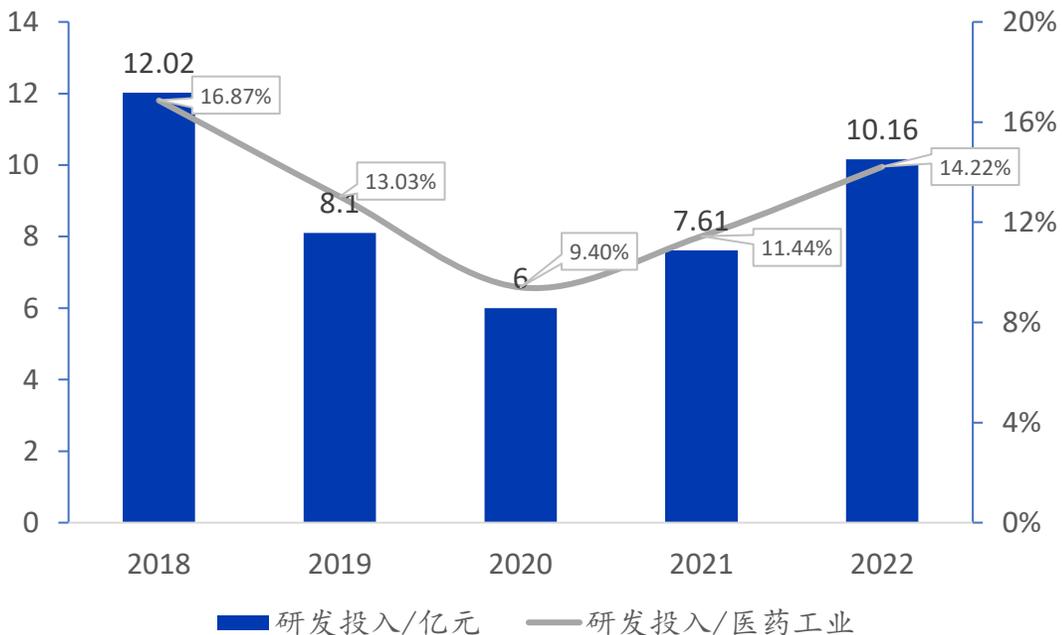
公司盈利能力稳定



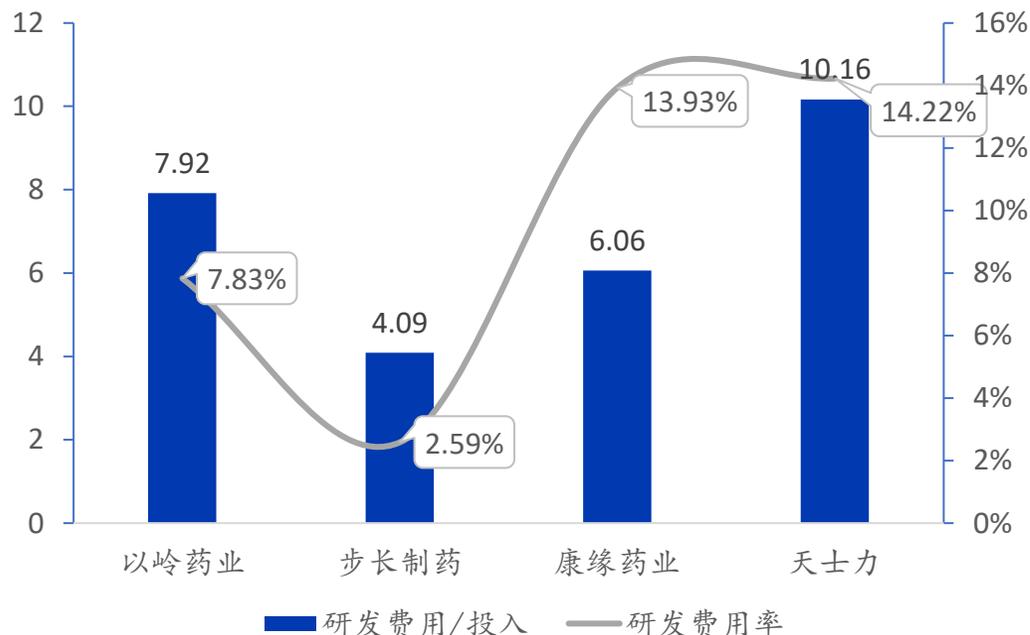
1、创新中药龙头迎来业绩拐点

◆ 公司重视研发，研发支出居于行业前列。2020~2022年以来，公司研发投入从6亿元增长至10.16亿元，CAGR为30.13%，研发投入/医药工业收入从9.4%增长至14.22%。与其他中药创新药企业相比，公司研发投入居于行业前列。

2019~2022年公司工业营收稳步增长



公司研发投入居于行业前列



备注：以岭药业、步长制药使用2021年年报资料，天士力、康缘药业使用2022年资料，天士力为研发投入/医药工业收入。

1、创新中药龙头迎来业绩拐点

- ◆ 在研管线丰富。公司有13新产品处于临床II、III期，此外复方丹参滴丸、芪参益气滴丸、养血清脑拓展新适应症临床实验进展顺利。

公司储备产品数量丰富（截至2022/12/31）

| II期 | | |
|----------|-------------|------|
| 产品 | 适应症 | 注册分类 |
| 九味化斑丸 | 斑块型银屑病 | 1.1类 |
| 中风回语颗粒 | 缺血性脑卒中 | 6.1类 |
| 苏苏小儿止咳颗粒 | 儿童普通感冒所致咳嗽 | 6.1类 |
| 香橘乳癖宁胶囊 | 乳腺增生 | 6类 |
| 芪苓温肾消囊颗粒 | 多卵巢综合征 | 6类 |
| 胡黄连总苷胶囊 | 非酒精性脂肪肝炎 | 5类 |
| 肠康颗粒 | 腹泻型肠易激综合征 | 6.1类 |
| 三黄睛视明丸 | 湿性年龄相关病变 | 6.1类 |
| 连夏消痞颗粒 | 功能性消化不良 | 6.1类 |
| 加参片 | 冠心病所致心力衰竭 | 6类 |
| III期 | | |
| 产品 | 适应症 | 注册分类 |
| 安神滴丸 | 失眠症 | 1.1类 |
| 脊痛宁片 | 脊柱关节炎 | 1.1类 |
| 青术颗粒 | 原发性急性痛风性关节炎 | 6.1类 |

主要产品适应症拓展顺利

| 产品名称 | 适应症 | 所处阶段 | 预计市场空间 |
|--------|----------|-----------|--------|
| 复方丹参滴丸 | 糖尿病视网膜病变 | 2021/10获批 | 31亿元 |
| | AMS | 国际注册III期 | — |
| | 心绞痛 | 国际注册III期 | — |
| 芪参益气滴丸 | 糖尿病肾病 | II期临床 | 58亿元 |
| | 慢性心力衰竭 | II期临床 | 12亿元 |
| 养血清脑丸 | 阿尔茨海默症 | II期临床 | 24亿元 |

3

产品梯度丰富，核心产品放量可期

3、产品梯度丰富，核心产品放量可期

- ◆ 公司产品梯队丰富。公司中药板块主要产品可以分为“三大基药(复方丹参滴丸、养血清脑颗粒/丸+芪参益气滴丸)+两款注射剂(注射用丹参多酚酸+注射用益气复脉)”。下文将针对5款产品分别进行论述。

3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ **功能主治：**复方丹参滴丸于1993年获得生产批件，1995年正式上市。具有活血化瘀，理气止痛的功效。用于冠心病心绞痛以及2型糖尿病引起的I期（轻度）、II期（中度）非增殖性视网膜病变。上市至今被纳入多个权威指南和专家共识。
- ◆ **患病人群基数庞大。**根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告2019》，我国冠心病患者1100万；根据2015至2017年中华医学会内分泌学分会调查显示，我国非增殖性糖尿病视网膜病变患者2000万。

复方丹参滴丸被纳入多项专家共识/诊疗指南

| 专家共识/指南名称 | 备注 |
|----------------------------------|--------------------------------------|
| 《肿瘤姑息治疗中成药使用专家共识（2013版）》 | 保护心功能(II类证据B级推荐中成药) |
| 《中国2型糖尿病防治指南》2017/2020版 | 推荐用于糖尿病视网膜病变 |
| 《急性心肌梗死中西医结合诊疗指南》 | 用于缓解心痛症状、气滞血瘀症治疗 |
| 《稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识》 | 推荐用于气滞血瘀型冠心病治疗 |
| 《调理气血类中成药防治动脉粥样硬化性心血管疾病临床应用专家共识》 | 动脉粥样硬化发作期(B级强推荐)和缓解期(B级强推荐) |
| 《中成药治疗冠心病临床应用指南(2020年)》 | 用于“稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期+心绞痛急性发作” |
| 《冠状动脉血运重建术后心绞痛中西医结合诊疗指南》 | 冠脉血运重建术后心绞痛发作时治疗 |
| 《动脉粥样硬化中西医防治专家共识（2021年）》 | 动脉粥样硬化气滞血瘀证的治疗 |
| 《糖尿病神经病变诊治专家共识（2021年版）》 | 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 |
| 《糖尿病微循环障碍临床用药专家共识（2021年版）》 | 推荐复方丹参滴丸用于糖尿病微循环障碍治疗 |

资料来源：天士力公告、各专家共识/诊疗指南、《中国心血管健康与疾病报告2019》国家心血管病中心、国海证券研究所

3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 复方丹参滴丸为心脑血管领域TOP3产品。根据米内网资料显示，2020年复方丹参滴丸在城市实体药店、公立医院端心脑血管中成药市场都位列TOP3。

城市实体药店心脑血管中成药TOP10

| 排名 | 药品名称 | 企业名称 | 2020E销售额/亿元 | 治疗亚类 |
|----|---------|--------|-------------|-------|
| 1 | 安宫牛黄丸 | 同仁堂制药 | 9.4 | 脑血管疾病 |
| 2 | 安宫牛黄丸 | 同仁堂科技 | 8.2 | 脑血管疾病 |
| 3 | 复方丹参滴丸 | 天士力 | 6.3 | 心血管疾病 |
| 4 | 脑心通胶囊 | 步长制药 | 5.0 | 脑血管疾病 |
| 5 | 复方丹参片 | 白云山 | 4.3 | 心血管疾病 |
| 6 | 速效救心丸 | 中新药业 | 3.9 | 心血管疾病 |
| 7 | 稳心颗粒 | 步长制药 | 2.8 | 心血管疾病 |
| 8 | 安宫牛黄丸 | 广誉远 | 2.5 | 脑血管疾病 |
| 9 | 血塞通软胶囊 | 昆药 | 1.9 | 脑血管疾病 |
| 10 | 银杏叶提取物片 | 威玛舒培博士 | 1.8 | 心血管疾病 |

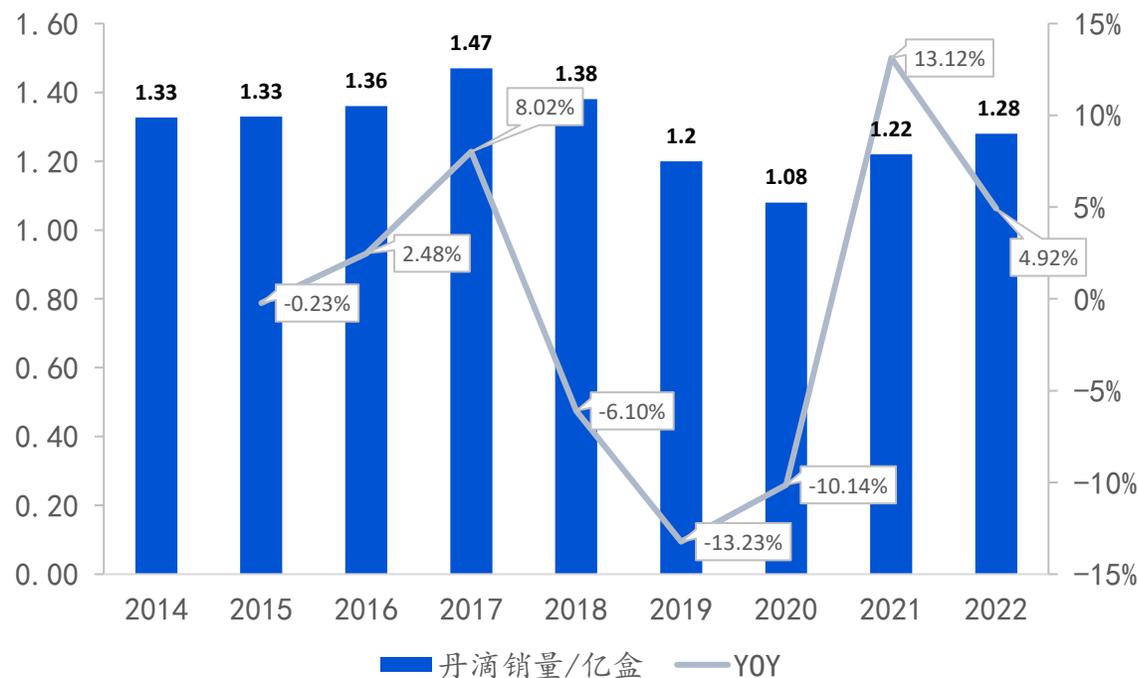
公立医院心脑血管中成药TOP10

| | 药名 | 生产企业 | 2020年市场份额 | 2020销售额/亿元 | 治疗亚类 |
|----|------------|------|-----------|------------|-------|
| 1 | 注射用血栓通(冻干) | 梧州制药 | 5.0% | 42 | 脑血管疾病 |
| 2 | 注射用丹参多酚酸盐 | 绿谷制药 | 3.9% | 33 | 心血管疾病 |
| 3 | 复方丹参滴丸 | 天士力 | 3.4% | 29 | 心血管疾病 |
| 4 | 丹红注射液 | 丹红制药 | 3.3% | 28 | 脑血管疾病 |
| 5 | 脑心通胶囊 | 步长制药 | 3.2% | 27 | 脑血管疾病 |
| 6 | 通心络胶囊 | 以岭药业 | 2.8% | 24 | 心血管疾病 |
| 7 | 麝香保心丸 | 和黄药业 | 2.6% | 22 | 心血管疾病 |
| 8 | 稳心颗粒 | 步长制药 | 2.5% | 21 | 心血管疾病 |
| 9 | 银杏叶提取物 | 悦康集团 | 2.2% | 19 | 心血管疾病 |
| 10 | 参松养心胶囊 | 以岭药业 | 2.2% | 19 | 心血管疾病 |

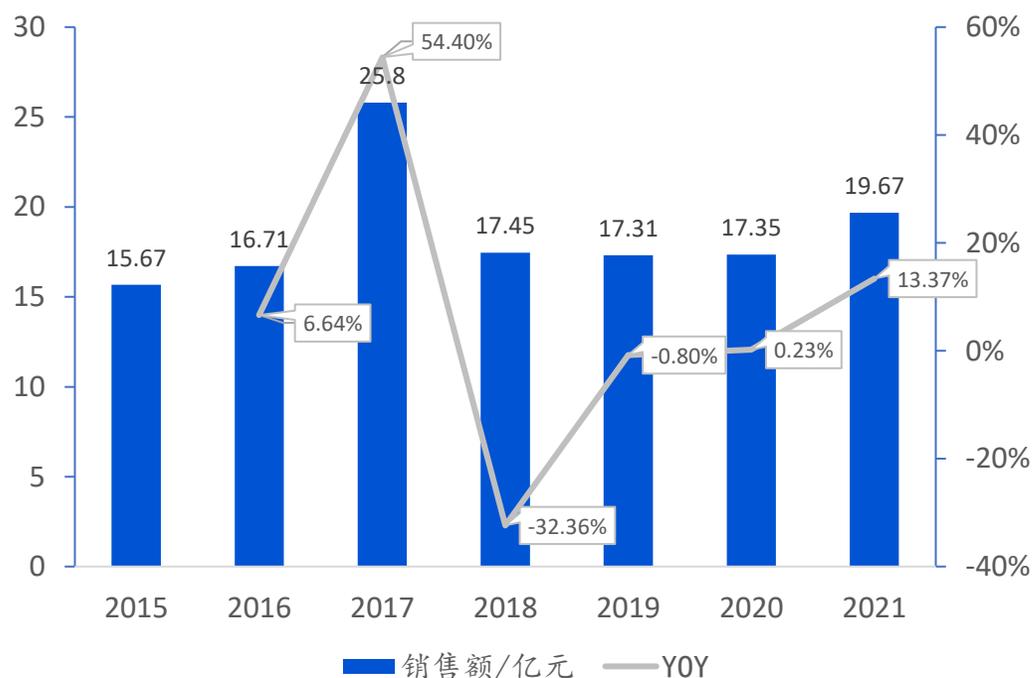
3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 患病人群基数庞大。根据国家心血管中心发布的《中国心血管健康与疾病报告2019》，我国冠心病患者1100万；根据2015至2017年中华医学会内分泌学分会调查显示，我国非增殖性糖尿病视网膜病变患者2000万。
- ◆ 渠道去库存、新冠疫情影响因素逐渐消退，丹滴销恢复稳定增长。丹滴销量（出厂口径）于2020年见底，后逐渐恢复增长，2020~2022年，丹滴销量CAGR为9%。
- ◆ 终端销售额稳定增长。根据PDB医药市场整体资料显示，2015~2021年，复方丹参滴丸销售额由15.67亿元增长至19.67亿元，CAGR为3.85%。

2020年以来，丹滴销量恢复稳定增长



丹滴销售额逐步提升



3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 三重因素共振，丹滴有望保持稳定增长。1) 丹滴具备“日常+急救”双重功效。2) “患病率上升+渗透率提升”带动丹滴增长。3) 新增糖网适应症。
- ◆ 1) 根据毛静远等发表的《中药治疗冠心病临床应用指南2020版》，复方丹参滴丸可用于稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期+心绞痛急性发作，同时具备“日常+急救”的双重功能。

治疗冠心病常用中成药对比

| | 复方丹参滴丸 | 芪参益气滴丸 | 脑心通 | 麝香保心丸 | 通心络 | 速效救心丸 |
|-------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------|
| 适应症 | 冠心病心绞痛+非增殖性糖尿病视网膜病变 | 冠心病心绞痛 | 脑梗塞、冠心病心绞痛 | 心绞痛、心肌梗 | 冠心病心绞痛、中风病 | 冠心病、心绞痛 |
| 指南推荐适应症 | 稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期+心绞痛急性发作 | 心肌梗死后稳定性心绞痛的二级预防 | 稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期 | 稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期+心绞痛急性发作+急性心肌梗死 | 稳定性/不稳定性心绞痛+围介入手术期 | 心绞痛急性发作 |
| 中医分型 | 气滞血瘀 | 气虚血瘀 | 气虚血瘀 | 气滞血瘀 | 气虚血瘀 | 无 |
| 国家医保目录/基药目录 | +/+ | +/+ | +/+ | +/+ | +/+ | +/+ |
| 中标价 | 26.08~29.99元 /180粒/盒 | 33.80~37.16元/0.5g*15袋 38.99~43.20元/0.52g*15袋 | 21.89-28.50元/36粒/盒 28.95~37元/48粒/盒 | 29.51元/42丸/盒 | 27.48元/30粒/盒 33.33元/40粒/盒 | 38-49.8元/150粒/盒 |
| 服用方法 | 冠心病：10丸/次，3次/日 糖网：20丸/次，3次/日 | 1袋/1次，3次/日 | 2~4粒/次，3次/日 | 1~2丸/次，3次/日 | 2~4粒/次，3次/日 | 4~6丸/次，3次/日 |
| 日服金额/元 | 冠心病：4.67 糖网：9.35 | 8.2元 | 4.1~8.2 | 2.1~4.2 | 5.3~10.6 | 3.1~4.7 |
| 2021年销售额 | 19.66 | 4.02亿元 | 28.48亿元 | 19.66亿元 | 19.16亿元 | 13亿元 |
| 生产企业 | 天士力 | 天士力 | 步长制药 | 和黄药业 | 以岭药业 | 达仁堂 |

资料来源：各药品说明书、《中药治疗冠心病临床应用指南》、各公司公告、和黄药业官网、药智网、PDB、国海证券研究所

3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 三重因素共振，看好丹滴长期发展。1) 丹滴具备“日常+急救”双重功效。2) “患病率上升+渗透率提升”带动丹滴增长。3) 新增糖网适应症。
- 冠心病患病率持续提升，终端需求旺盛。2013年国家卫生服务调查显示，我国大陆 ≥ 15 岁人口冠心病患病率为10.2%，较2008年的7.7%提升2.5%，2013年冠心病患病人数较2008年增加了约108万人。
- 丹滴渗透率呈现逐步提升的趋势。根据我们测算，2020~2022年间，丹滴渗透率从19.24%提升至22.86%。

3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 三重因素共振，丹滴有望保持稳定增长。 1) 丹滴具备“日常+急救”双重功效。2) “患病率上升+渗透率提升”带动丹滴增长。3) 新增糖网适应症。
- 2021/10，丹滴获批用于“用于2糖尿病引起的Ⅰ期（轻度）、Ⅱ期（中度）非增殖性糖尿病视网膜膜病变”。
- 糖网适应症竞争格局良好。根据中华医学会糖尿病学分会发布的《中国2型糖尿病防治指南2020版》仅推荐“芪明颗粒”、“复方丹参滴丸”用于糖尿病视网膜膜病变治疗。
- 糖网适应症终端市场规模31亿元。我国约有2000万人患有非增殖性糖尿病视网膜膜病变，考虑到在糖网领域，丹滴竞争格局良好，假设丹滴渗透率达到10%，则对应约31亿元的终端销售额。

复方丹参滴丸糖网适应症市场空间测算

| | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|
| 非增殖性糖尿病视网膜膜病变患者数量/万人 | 2000 | 2000 | 2000 |
| 丹滴渗透率 | 5% | 10% | 15% |
| 丹滴服用人群数量/万人 | 100 | 200 | 300 |
| 丹滴日服金额&服用周期 | 9.35元/日、24周/年 | 9.35元/日、24周/年 | 9.35元/日、24周/年 |
| 终端市场规模/万元 | 157,080 | 314,160 | 471,240 |

3.1、复方丹参滴丸—上市30年，迸发新活力

- ◆ 经我们测算2025年复方丹参滴丸终端销售额有望达到44亿元。假设：1) 心绞痛患者人数稳定为1100万（根据《中国心血管健康与疾病报告2019》）。2) 根据复方丹参滴丸在治疗慢性心绞痛的FDA III期临床实验，每人每年服用44周复方丹参滴丸。3) 冠心病患者服用丹滴日服金额取4.67元，糖网患者服用丹滴日服金额取9.35元。4) 假设2023E~2025E丹滴在冠心病市场渗透率为24%、25%、26%；丹滴在糖网市场渗透率为0.5%、0.7%、0.9%。

复方丹参滴丸销售额测算

| 冠心病适应症空间测算 | | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 冠心病患者数量/万人 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100 |
| 服用丹滴人口数量/万人 | 212 | 239 | 251 | 264 | 275 | 286 |
| 复方丹参滴丸渗透率 | 19.24% | 21.77% | 22.86% | 24.00% | 25.00% | 26.00% |
| 销量/万盒 | 10,795 | 12,211 | 12,825 | 11,616 | 12,100 | 14,586 |
| 销售规模/万元 | 304,452 | 344,389 | 361,705 | 379,727 | 395,549 | 411,371 |
| 糖网适应症市场空间测算 | | | | | | |
| 糖网患者数量/万人 | | | | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 丹滴渗透率 | | | | 0.50% | 0.70% | 0.90% |
| 服用丹滴患者数量 | | | | 10.00 | 14.00 | 18.00 |
| 销售额/万元 | | | | 15,708 | 21,991 | 28,274 |
| 销售额合计 | | | | | | |
| 销售规模合计 | 304,452 | 344,389 | 361,705 | 395,435 | 417,540 | 439,645 |
| YOY | | 13.12% | 5.03% | 9.33% | 5.59% | 5.29% |

资料来源：国家统计局、《中国心血管健康与疾病报告2019》、Clinical Trail、天士力公告、国海证券研究所

3.2、养血清脑——适用范围宽，市场空间大

- ◆ **功能主治：**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。养血清脑拥有丸剂、颗粒剂两个剂型，其中丸剂是颗粒剂改良品种，于2006年获批上市。
- ◆ **应用范围广泛，被纳入多种治疗指南和专家共识。**根据指南/文献建议的疾病分类，养血清脑主要被用于头痛、认知/精神障碍(抑郁症、帕金森)。
- ◆ **阿尔茨海默病(AD)适应症有望获批，新增千万潜在患者。**2020年，我国约有1000万阿尔茨海默病患者。2020/4，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》，截至2022年年底，已经推进至II期临床。

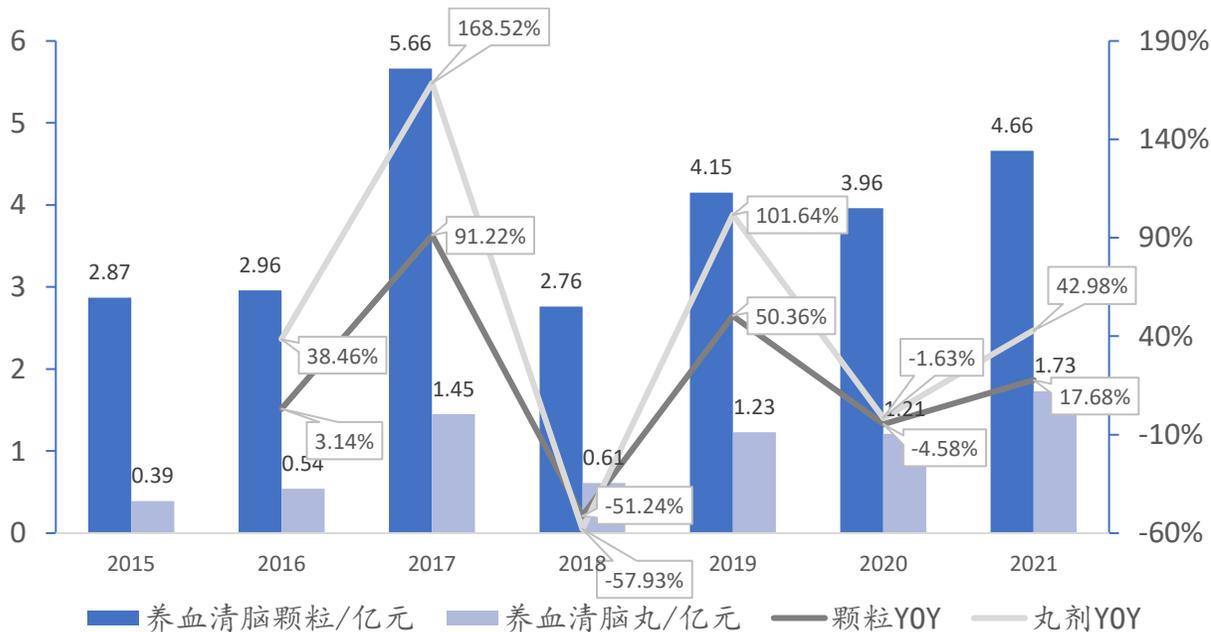
养血清脑被纳入多项专家共识和治疗指南

| | 共识/指南 | 备注 |
|---------|-----------------------------|----------------------------------------------------------|
| 头痛 | 《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》 | 气虚血瘀型慢性脑缺血 |
| | 《高血压中医诊疗专家共识》 | 若证见头痛，痛如针刺，痛处固定，口干，唇色紫暗，舌质紫暗，有瘀点，舌下脉络曲张，脉涩等瘀血内停，推荐养血清脑颗粒 |
| 认知/精神障碍 | 《帕金森病睡眠障碍中西医结合管理专家共识(2021)》 | PD失眠肝肾阴虚患者，可选用养血清脑颗粒 |
| | 《缺血性卒中基层诊疗指南(2021年)》 | 对于轻、中度的缺血性卒中后认知功能障碍患者，可参考使用养血清脑颗粒 |
| | 《脑小血管疾病相关认知功能障碍中国诊疗指南》 | 为唯一进入指南推荐的治疗血管性认知障碍的复方中药 |
| | 《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》 | 能有效改善抑郁症状、效果与临床常用抗抑郁药基本相当 |
| | 《抑郁障碍中西医整合专家共识》 | 推荐用于巩固期和维持期治疗、以及脑卒中后抑郁障碍治疗 |

3.2、养血清脑——适用范围宽，市场空间大

- ◆ 丸剂为改良品种，增速较快。根据PDB医药市场(整体)资料显示，2015~2021年间，颗粒剂由2.87亿元增长至4.66亿元，CAGR为8.41%；丸剂由0.39亿元增长至1.73亿元，CAGR为28.18%。
- ◆ 养血清脑是院端抗偏头痛TOP1中成药。

2015~2021年养血清脑颗粒/丸销售额
(PDB医药市场整体)



PDB中药—医院抗偏头痛TOP10品种(2021年)

| 排名 | 产品名称 | 2021年销售额/亿元 | 生产企业 |
|----|------------|-------------|------|
| 1 | 养血清脑颗粒 | 3.11 | 天士力 |
| 2 | 天舒胶囊 | 0.95 | 康缘药业 |
| 3 | 天麻醒脑胶囊 | 0.94 | 永孜堂 |
| 4 | 养血清脑丸 | 0.90 | 天士力 |
| 5 | 复方天马里密环糖肽片 | 0.75 | 康欣药业 |
| 6 | 丹珍头痛胶囊 | 0.70 | 益欣药业 |
| 7 | 通天口服液 | 0.64 | 太极集团 |
| 8 | 头痛宁胶囊 | 0.56 | 步长制药 |
| 9 | 都梁软胶囊 | 0.49 | 华森制药 |
| 10 | 川穹清脑颗粒 | 0.38 | 济川药业 |

3.2、养血清脑——适用范围宽，市场空间大

- ◆ 养血清脑潜在国内市场空间约45亿元。
- 慢性脑血：根据北京中西医结合学会卒中专业委员发布的《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》，有较多中成药可用于慢性脑缺血治疗，同时考虑到随着年龄增长，患者用药需求上升，因此我们假设养血清脑在三个年龄段中渗透率可以分别达到0.6%、0.4%、0.2%，则对应约34.1亿元的国内市场空间。
- 抑郁症：根据中国中西医结合学会神经科专业委员会等发布的《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》，中成药尚未广泛用于抑郁症治疗，且共识推荐了12款中成药，竞争格局较差。因此我们假设养血清脑颗粒渗透率达到0.5%，则对应约5.79亿元市场国内空间。
- 帕金森睡眠障碍：根据周传彬等发表的《帕金森病睡眠障碍中西医结合管理专家共识(2021)》仅推荐4款中成药用于帕金森睡眠障碍治疗，因此我们假设养血清脑渗透率为10%，则对应5.40亿元国内市场空间。

养血清脑国内市场空间测算

| | 年龄段 | 人口数量/万人 | 患病率 | 渗透率 | 用药人数/万人 | 销售额/万元 |
|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|
| 慢性脑缺血 | 65岁及以上 | 19,064 | 67% | 0.60% | 76.29 | 184,366 |
| | 50~65岁 | 29,594 | 50% | 0.40% | 59.19 | 143,033 |
| | 45~50岁 | 19,064 | 25% | 0.20% | 5.71 | 13,801 |
| 抑郁症 | 全年龄段 | 140,978 | 3.3% | 0.50% | 23 | 57,915 |
| | 65岁以上人口 | 帕金森患病率 | PD失眠患病率 | 渗透率 | 用药人数 | 销售额/万元 |
| 帕金森睡眠障碍 | 19,064 | 1.50% | 68.9% | 10% | 22.3 | 53,960 |

资料来源：《慢性脑缺血中西医结合诊疗专家共识》北京中西医结合学会卒中专业委员、《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》中国中西医结合学会神经科专业委员会、《帕金森病睡眠障碍中西医结合管理专家共识(2021)》周传彬等、国家统计局、新华网、天士力公告、CDE、国海证券研究所

3.2、养血清脑——适用范围宽，市场空间大

- ◆ 养血清脑阿尔茨海默症潜在国内市场空间约24亿元。
- 阿尔茨海默症（AD）：根据公司《关于养血清脑丸增加阿尔茨海默病（AD）适应症获得临床试验通知书的公告》，我国有超1,000万阿尔茨海默症患者。根据任汝静等发布的《中国阿尔茨海默症2021》，目前仅有五加益智颗粒、养血清脑丸、棉花花总黄酮片、泰思胶囊和注射用石杉碱甲缓释微球等5种中成药开展AD适应症临床试验，我们假设养血清脑渗透率为10%，则对应约24亿元潜在国内市场空间。

养血清脑阿尔茨海默症适应症国内市场空间测算

| | 患病人群数量/万人 | 渗透率 | 服用人群数量/万人 | 终端销售额/万元 |
|--------|-----------|-----|-----------|----------|
| 阿尔茨海默症 | 1,000 | 5% | 50 | 120,792 |
| | | 10% | 100 | 241,584 |
| | | 15% | 150 | 362,376 |

3.3、芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会

- ◆ **功能主治：**芪参益气滴丸于2003年上市销售，为公司独家品种。具有益气通脉，活血止痛功能。用于冠心病心绞痛。
- ◆ **进入多项专家指南、临床共识。**从各临床指南的推荐治疗方向来看，芪参益气滴丸主要被用于冠心病、慢性心力衰竭两大方向的治疗。

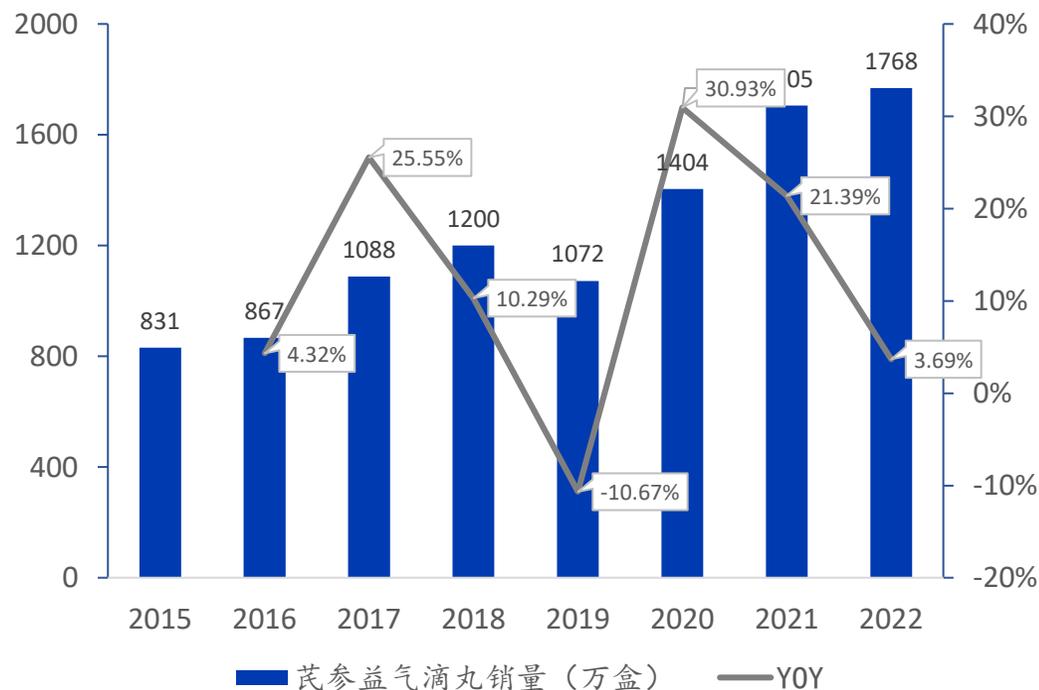
芪参益气滴丸被纳入多项专家共识、诊疗指南

| 专家共识/指南名称 | 备注 |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》 | 慢性心力衰竭C、D阶段气虚血瘀证可选用芪参益气滴丸(推荐用于冠心病) |
| 《经皮冠状动脉介入治疗(PCI)围手术期心肌损伤中医诊疗专家共识》 | 指出芪参益气滴丸有益于PCI围手术期心肌保护，且符合中医辨证施治法则 |
| 《慢性心力衰竭中医诊疗专家共识》 | 偏气虚心衰患者可应用芪参益气滴丸，或麝香保心丸，或脑心痛胶囊，或通心络胶囊 |
| 《急性心肌梗死中西医结合临床诊疗指南》 | 1) 急性心肌梗死抗血小板聚集(推荐强度：强；证据级别：中) 2) 急性心肌梗死伴心力衰竭(推荐强度：强；证据级别：中) |
| 《临床路径释义》(心血管分册)(2018) | —— |
| 《老年人慢性心力衰竭诊治中国专家共识(2021)》 | —— |
| 《中成药治疗冠心病临床应用指南(2020年)》 | 推荐用于心肌梗死后稳定性心绞痛患者的二级预防(1C) |
| 《中成药治疗心力衰竭临床应用指南》 | 气虚血瘀证下慢性射血分数降低/保留的心衰 |

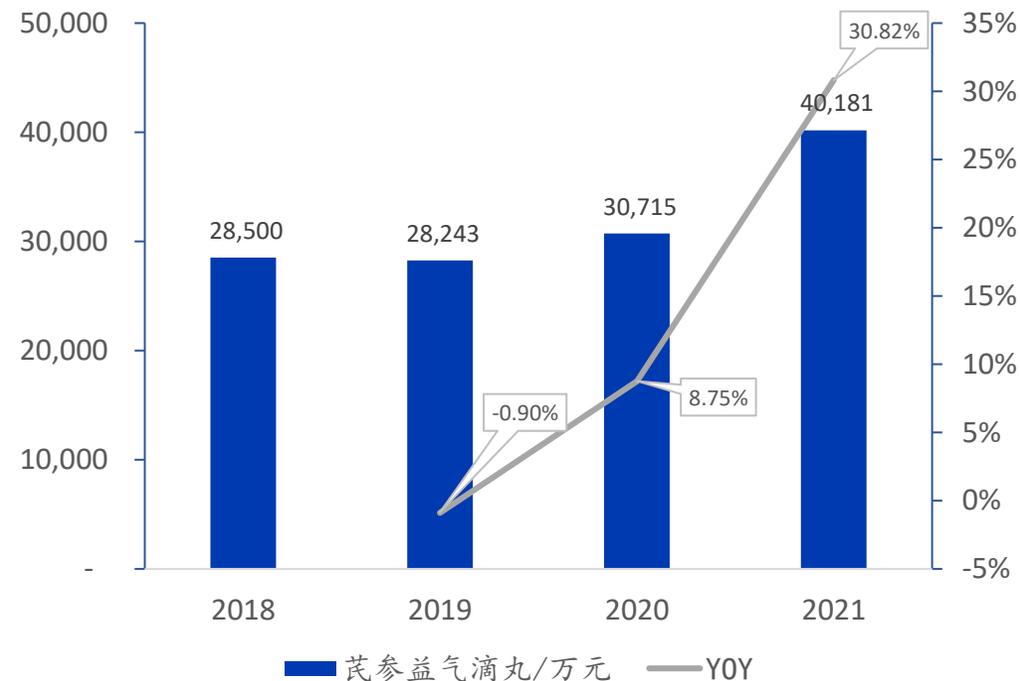
3.3、芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会

- ◆ 2019年以来芪参益气滴丸恢复稳定增长。2019~2022年，芪参益气滴丸销量(出厂口径)由1072万盒增长至1768万盒，CAGR为18.14%；2019~2021年，芪参益气滴丸销售额(终端)由28,500万元增长至40,181万元，CAGR为19.28%。

芪参益气滴丸销量稳定增长



芪参益气滴丸终端销售额实现较高增长



3.3、芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会

- ◆ 芪参益气滴丸新增“慢性心衰+糖尿病肾病”适应症临床进展顺利。
- 2020/1/8，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实验。截至2022年底，该实验正在开展II期临床。
- 2022/9/15，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。截至2022年年底，该实验已进入II期临床。

3.3、芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会

- ◆ 心衰适应症获批有望贡献12.29亿元销售额。
- 心衰患病人群基数大。根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告2020》，我国现阶段心衰患者890万人。
- 心衰市场竞争格局良好，有明确心衰适应症中成药较少。目前市场上较缺乏具有明确心衰适应症的中成药（主要的口服中成药有芪苈强心胶囊、参附强心丸、心宝丸、补益强心片等），且仅有芪苈强心胶囊被纳入《中国心力衰竭诊断和治疗指南2018》这一权威指南。
- “慢性心衰”适应症获批，有望贡献超10亿终端销售额。考虑到心衰中成药竞争格局良好，我们假设“慢性心衰”适应症获批后，芪参益气滴丸渗透率可达到10%，则对应约12.29亿元终端销售额。

芪参益气滴丸VS气力强心胶囊

| | 芪参益气滴丸 | 芪苈强心胶囊 |
|----------|-----------------------------------|----------------|
| 功能主治 | 冠心病心绞痛 | 心力衰竭 |
| 中医分型 | 气虚血瘀 | 阳气亏虚血瘀症 |
| 中标价 | 38.99~43.20元/ (0.52g/袋, 15袋/盒) | 32.72元/(36粒/盒) |
| 服用方法 | 1袋/1次, 3次/日 | 4粒/次, 3次/日 |
| 日服金额 | 8.2元 | 10.9元 |
| 2021年销售额 | 4.02亿元 | 13.42亿元 |
| 生产企业 | 天士力 | 以岭药业 |

芪参益气滴丸心衰适应症潜在市场空间测算

| | |
|-----------------|------------|
| 心衰患者数量/万人 | 890 |
| 芪参益气滴丸渗透率 | 10% |
| 适用芪参益气滴丸患者人数/万人 | 89 |
| 服用方法 | 1袋/次, 3次/日 |
| 日服金额/元 | 8.2 |
| 终端销售额/万元 | 122,890 |

资料来源：《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》中华医学会心血管病分会心力衰竭学组、《中国心血管健康与疾病报告2020》国家心血管病中心、以岭药业公告、药智网、药品说明书、国海证券研究所

3.3、芪参益气滴丸——适应症拓展带来增长机会

- ◆ 糖尿病肾病适应症获批有望带来约58亿元销售额。
- 糖尿病肾病(DKD)患病率高、患者基数大。根据IDF资料统计,2021年我国糖尿病患者约1.41亿,其中有20%~40%的患者合并DKD。假设按30%的患病率计算,则对应用约4230万人。
- 仅有2款中成药具有明确糖尿病肾病适应症。当前仅有渴络欣胶囊、芪蛭益肾胶囊(2021年获批)具备明确的“糖尿病肾病”适应症。
- 糖尿病肾病适应症获批,有望开拓58亿元终端市场空间。假设,糖尿病患者中DKD患病率为30%,则对用DKD患者人群约为4230万人。考虑到仅有2款中成药具有明确糖尿病肾病适应症,我们假设芪参益气滴丸渗透率可达到10%,则对应约58亿元终端市场空间。

具备明确糖尿病肾病适应症的中成药

| | 渴络欣胶囊 | 芪蛭益肾胶囊 |
|----------|----------------|---------------|
| 功能主治 | 糖尿病肾病 | 早期糖尿病肾病 |
| 中医分型 | 气阴两虚 | 气阴两虚 |
| 中标价 | 77.30元/(60粒/盒) | 106.2/(45粒/盒) |
| 服用方法 | 4粒/次,3次/日 | 5粒/次,3次/日 |
| 日服金额 | 15.46 | 35.4 |
| 2021年销售额 | 0.28亿元 | NA |
| 生产企业 | 济生堂 | 凤凰制药 |

芪参益气滴丸糖尿病肾病国内市场空间测算

| | |
|---------------|---------|
| 糖尿病患者/亿 | 1.41 |
| DKD患病率 | 30% |
| DKD患病人数/万人 | 4230 |
| 芪参益气滴丸渗透率 | 10% |
| 芪参益气滴丸服用人数/万人 | 423 |
| 日服金额 | 8.2 |
| 终端销售额/万元 | 582,725 |

资料来源:渴络欣药品说明书、《芪蛭益肾胶囊申请上市技术审评报告》、天士力公告、国海证券研究所

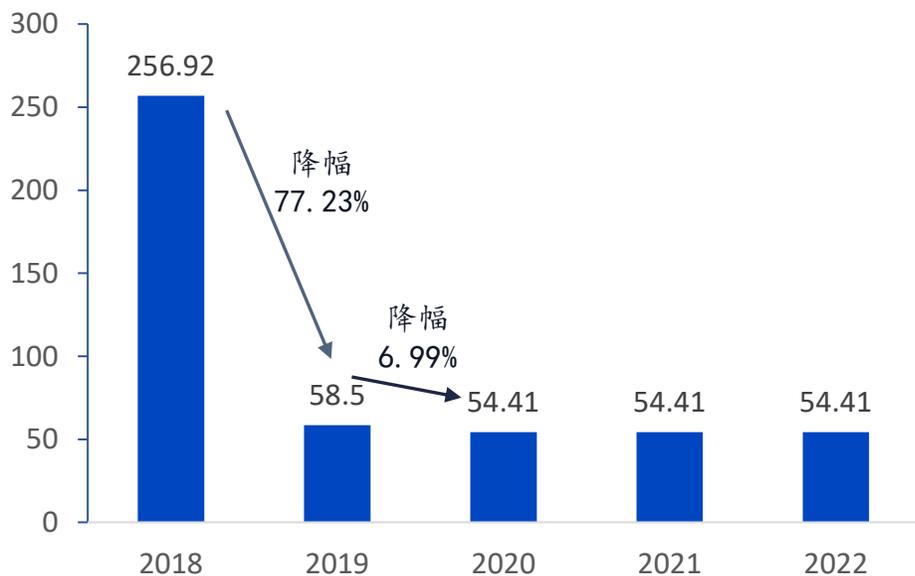
3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

◆ 中药注射剂（注射用丹参多酚酸+注射用益气复脉）拐点已现。

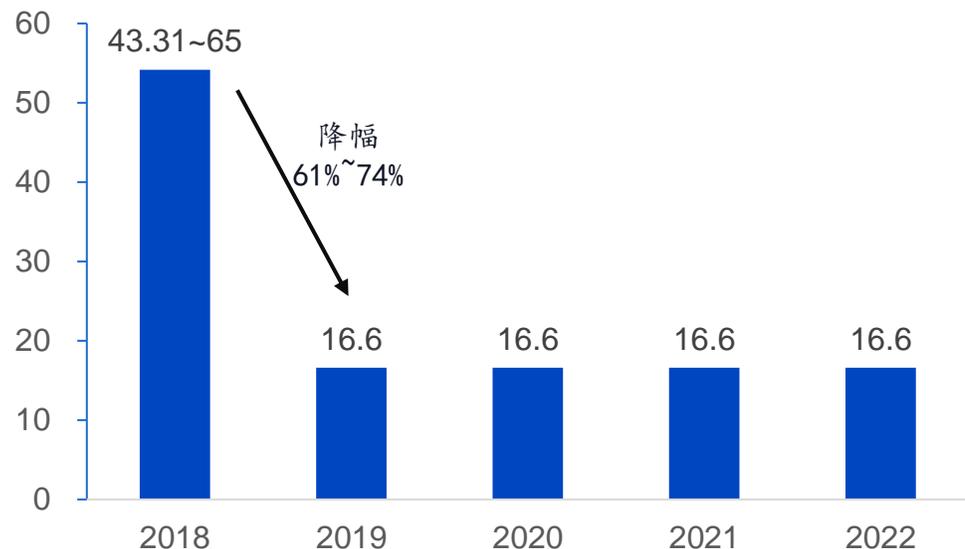
1) 2019年经历医保谈判，价格降幅显著：两款中药注射剂于2019/11被纳入国家医保目录，销售价格显著降低，导致2020年销售额明显下降：

- 2018年，注射用丹参多酚酸中标价格约为256.92元/支（山东省2019年挂网价），经过国家医保谈判，医保支付价为58.5元/支，降幅约为77.23%。
- 2018年，注射用益气复脉（冻干）中标价格约为43.31元~65元/瓶，经过国家医保谈判，医保支付价为16.5元/瓶，降幅为61%~74%。

注射用丹参多酚酸价格降幅显著(单位：元/支)



注射用益气复脉价格明显下降 (单位：元/瓶)

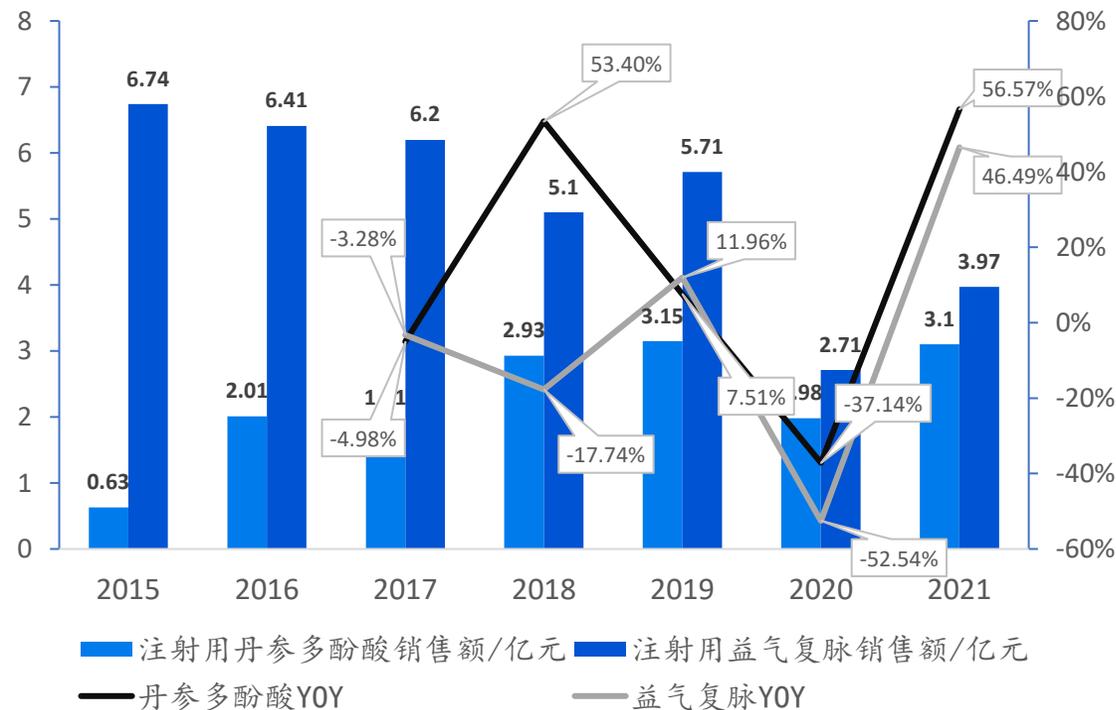


3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

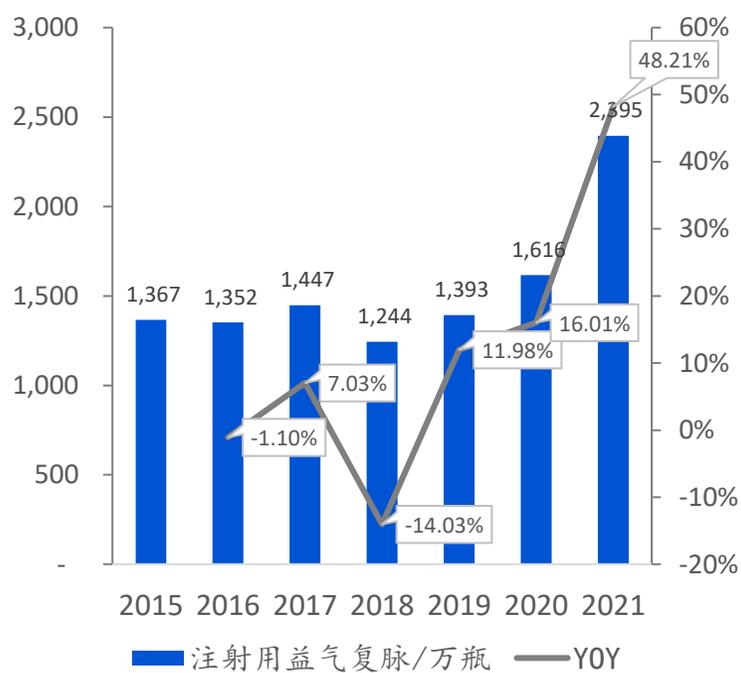
◆ 中药注射剂（注射用丹参多酚酸+注射用益气复脉(冻干)）拐点已现。

2) 在进入医保目录后，两款产品实现快速放量，销售额快速回升。根据PDB资料，2019~2021，注射用益气复脉销量由1,393万瓶增长至2,395万瓶，CAGR为31.12%；注射用丹参多酚酸由124万支增长至525万支，CAGR为105.75%。两款注射剂销售收入基本恢复至2018年水平。

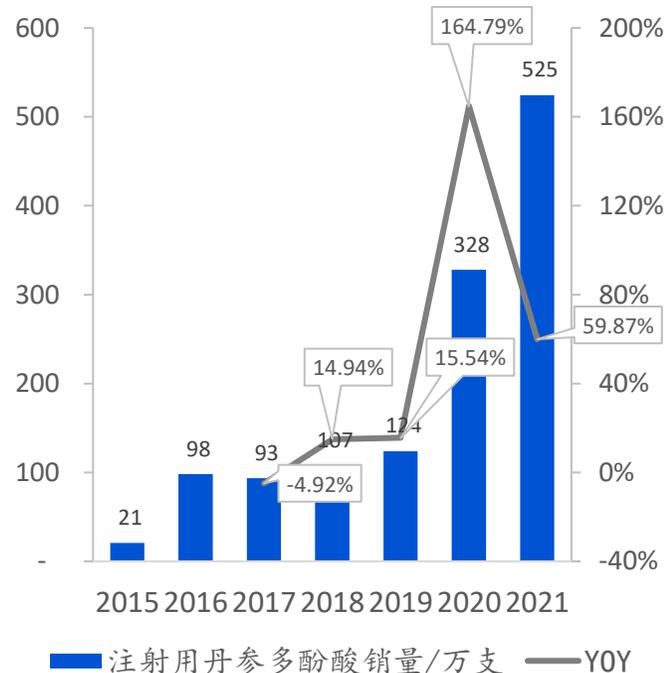
注射剂拐点已现



2019~2021年注射用益气复脉销量增速加快



2019~2021年注射用丹参多酚酸快速放量



3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

◆ 注射用丹参多酚酸：

- 功能主治：主要成分为丹参多酚酸。具备活血通络功效，用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期淤血阻络症。
- 被纳入诊治指南，且为首推中成药。注射用多酚酸进入《中国脑梗死中西医结合诊治指南》(2017)》(中国中西医结合学会神经科专业委员会)，为中成药最高等级推荐且是首推的中成药（I级推荐，B级证据）。
- 权威学术机构背书，安全性得到验证。注射用丹参多酚酸由中国医学科学院药物研究所与天士力联合开发，且公司自主收集和国家不良反应监测系统资料显示其不良反应发生率较低，属“罕见”级别。

《中国脑梗死中西医结合诊治指南》推荐中成药证据等级

| 产品分类 | 具体产品 | 推荐证据 |
|----------|----------|------|
| 活血化瘀方药 | 注射用丹参多酚酸 | B级 |
| | 丹红注射液 | B级 |
| | 红花黄色素注射液 | B级 |
| | 银杏叶制剂 | C级 |
| | 三七类制剂 | C级 |
| | 疏血通注射液 | C级 |
| 化痰通络方药 | —— | C级 |
| 镇肝熄风方药 | —— | C级 |
| 化痰通腑方药 | —— | D级 |
| 益气活血方药 | 补阳还五汤 | C级 |
| | 通心络胶囊 | B级 |
| | 脑心通胶囊 | B级 |
| 滋补肝肾方药 | —— | C级 |
| 清热解毒开窍方药 | —— | B级 |
| 益气固脱方药 | —— | C级 |

3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

治疗脑梗中药注射剂对比

| | 丹红注射液 | 注射用丹参多酚酸 | 注射用血塞通(冻干) | 疏血通注射液 | 银杏二萜内酯葡胺注射液 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| 成分 | 丹参、红花 | 丹参多酚酸 | 三七总皂苷 | 水蛭和地龙 | 银杏内酯A、银杏内酯B、银杏内酯K等 |
| 功效主治 | 冠心病、心绞痛、心肌梗塞，瘀血型肺心病，缺血性脑病、脑血栓 | 中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀血阻络证 | 中风偏瘫 | 急性期脑梗塞 | 轻中度脑梗死恢复期痰瘀阻络证 |
| 生产企业 | 山东丹红制药 | 天士力 | 昆药、珍宝制药、珍宝岛药业 | 友搏药业 | 康缘药业 |
| 医保限制 | —— | 限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天。 | 限二级及以上医疗机构。 | 限二级及以上医疗机构并有明确缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者。 | 限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天。 |
| 中标价&医保支付价/元 | 4.94(2ml/支) 16.92元(10ml/支) 28.76元(20ml/支) | 54.41元/支(0.13g/支，含丹参多酚酸100mg) | 19.08~27.68(200mg/支) 36.81~53.54(400mg/支) | 33.37(2ml/支) | 93.7元(5ml/支，含银杏二萜内酯25mg) |
| 用法用量 | 肌内注射：2~4ml/次，1~2次/日 静脉注射：4ml/次，1~2次/日 静脉滴注：20~40ml/次，1~2次/日 | 静脉滴注：1支/1次，1次/日 | 静脉滴注：200~400mg/次1次/日 静脉注射：200mg/次，1次/日 | 静脉滴注：6ml/日 | 静脉滴注：1支/1次(25mg)，1次/1日 |
| 日用金额/元 | 肌内注射：4.94~9.88 静脉注射：9.88~19.96 静脉滴注：28.76~57.52 | 54.41 | 静脉滴注：23.38~46.76 静脉注射：23.38 | 100.11 | 93.7 |
| 销售额 | 8.19亿元 | 3.1亿元 | 11.36亿元 (其中珍宝制药8.55亿元、昆药2.81亿元) | 9.87亿元 | 9.08亿元 |

3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

◆ 注射用益气复脉：

□ 功能主治：益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累型心绞痛，以及冠心病所致慢性左心功能不全（心衰）。是我国唯一具有治疗冠心病劳累型心绞痛和冠心病左心功能不全（心衰）两个适应症的中药冻干粉针制剂。

□ 进入多项指南与专家共识。

□ 成分清晰、安全性高。

1) 成分清晰：根据国家中医心血管病临床医学研究中心发布的《生脉类注射剂临床应用中国专家共识》，注射用益气复脉总固体有效成分含量达70.84%、可测成分含量达90.07%、指纹图谱中体现的明确结构成分达94.66%。

2) 安全性高：通过对2016/5~2017/6全国44家医疗机构、共计10767例注射用益气复脉（冻干）住院患者的检测结果显示，总体不良反应发生率为0.176%，属于偶见水平。

注射用益气复脉被纳入多项专家共识

| 专家共识名称 | 备注 |
|-------------------------|----------------------------|
| 《临床路径释义-心血管病分册》（2018年版） | —— |
| 《慢性心力衰竭中西医结合诊疗专家共识》 | 阶段C气阴两虚血瘀证心衰急性加重可选用注射用益气复脉 |
| 《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》 | 推荐益气复脉冻干粉用于急性心肌梗死的治疗 |

3.4、注射剂——以量换价，拐点明确

| | 注射用丹参多酚酸盐 | 注射用益气复脉(冻干) | 心脉隆注射液 | 参麦注射液 | 舒血宁注射液 |
|-----------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|----------------------|------------------------------------------|---------------------------------------|
| 成分 | 丹参乙酸镁 | 红参、麦冬、五味子 | 心脉隆浸膏(复合核苷碱基、结合氨基酸) | 红参、麦冬。辅料为聚山梨脂80、氯化钠 | 黄酮醇苷、银杏内酯 |
| 功效主治 | 用于冠心病稳定型心绞痛 | 冠心病+心衰 | 慢性充血性心力衰竭 | 冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症 | 缺血性心脑血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞，脑血管痉挛等 |
| 生产企业 | 绿谷制药 | 天士力 | 腾药制药 | 神威药业、川大华西药业等 | 神威药业、万荣药业、珍宝岛等 |
| 医保报销限制 | 限二级及以上医疗机构并有明确冠心病稳定性心绞痛诊断的患者。 | 限二级及以上医疗机构冠心病心绞痛及冠心病所致左心功能不全II-III级患者 单次住院最多支付14天。 | 限二级及以上医疗机构慢性心力衰竭患者。 | 限二级及以上医疗机构并有急救、抢救临床证据或有肿瘤化疗证据的患者。 | 限二级及以上医疗机构并有明确缺血性心脑血管疾病急性发作证据患者。 |
| 中标价&医保支付价 | 27.89元/瓶(50mg/瓶) 47.41元/瓶(100mg/瓶) 80.60元/瓶(200mg/瓶) | 16.5元/瓶(0.65g/瓶) | 26元(2ml:100mg) | 7.41元(10ml/支) 14.21元(20ml/支) | 3.74元/支(2ml) 11.25元/支(5ml) |
| 用法用量 | 200mg/次, 1次/日 | 8瓶/次, 1次/日 | 静脉滴注: 5mg/Kg体重, 2次/日 | 肌内注射: 2~4ml/次, 一次/一日 静脉滴注: 20~100ml/次 | 肌内注射: 2~4ml/次, 1~2次/日 静脉滴注: 20ml/日 |
| 日用金额/元 | 80.60元 | 132元 | 91元 (假设体重为70Kg) | 肌内注射: 0.71~1.42 静脉滴注: 7.1~14.2 | 肌内注射: 3.74~14.96 静脉注射: 37.4 |
| 2021年销售额 | 16.21亿元 | 3.98亿元 | 1.81亿元 | 11.56亿元 | 13.61亿元 |

备注: 舒血宁注射液、参麦注射液中标价采用山东省第三批药品(中成药)集中带量采购价格

4

盈利预测

4、业务拆分表、基本假设说明

- ◆ **核心假设：**1) 未来3年，我们预计公司医药工业仍能保持稳定增长；2023~2025年间，公司医药工业销售增速为12.89%、12.06%、8.96%。2) 公司2023/4/1公告出售医药商业业务，我们假设2023~2025年，医药商业收入为0。3) 我们预计2023~2025年扣非净利润增速为25%、18%、18%。

收入拆分表

| 单位：亿元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 医药工业 | | | | | | | | | |
| 收入 | 68.14 | 71.27 | 62.15 | 63.83 | 66.54 | 71.45 | 80.66 | 90.39 | 98.49 |
| YOY | 10.29% | 4.59% | -12.80% | 2.70% | 4.25% | 7.38% | 12.89% | 12.06% | 8.96% |
| 医药商业 | | | | | | | | | |
| 收入 | 92.06 | 107.78 | 127.17 | 71.22 | 12.44 | 14.17 | - | - | - |
| YOY | 19.81% | 17.08% | 17.99% | -44.00% | -82.53% | 13.91% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率(%) | 8.28% | 10.03% | 10.02% | 10.83% | 28.85% | | | | |
| 其他业务 | | | | | | | | | |
| 收入 | 0.74 | 0.84 | 0.66 | 0.71 | 0.54 | 0.31 | - | - | - |
| YOY | -10.84% | 13.51% | -21.43% | 7.58% | -23.94% | | | | |
| 收入合计 | | | | | | | | | |
| 收入 | 160.94 | 179.89 | 189.98 | 135.76 | 79.52 | 85.93 | 80.66 | 90.39 | 98.49 |
| YOY | 15.41% | 11.77% | 5.61% | -28.54% | -41.43% | 8.06% | -6.14% | 12.06% | 8.96% |
| 净利润 | | | | | | | | | |
| 净利率 | 8.71% | 8.85% | 5.28% | 8.03% | 30.28% | -3.60% | 12.04% | 12.83% | 13.78% |
| YOY | 15.01% | 13.55% | -37.00% | 8.67% | 120.92% | — | — | 19.46% | 16.98% |
| 扣非净利润 | | | | | | | | | |
| YOY | | 13.44 | 9.46 | 8.32 | 6.09 | 7.22 | 9.03 | 10.65 | 12.57 |
| 净利率 | | | -29.61% | -12.05% | -26.80% | 18.56% | 25% | 18% | 18% |
| | | | 4.98% | 6.13% | 7.66% | 8.40% | 11.19% | 11.78% | 11.00% |

4、盈利预测与投资评级

- ◆ **盈利预测：**公司作为中药创新药龙头，在心脑血管中成药领域优势显著，看好公司长期发展。我们预计2023/2024/2025公司营业收入分别为80.66、90.39、98.49亿元，同比变动为-6.14%/12.06%/8.96%；对应归母净利润分别为9.42、11.25、13.17亿元，同比扭亏为盈、+19.52%、+17.01%；对应PE估值23.97X/20.06X/17.14X。
- ◆ **投资评级：**维持“买入”评级。

预测指标表

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 8593 | 8066 | 9039 | 9849 |
| 增长率(%) | 8 | -6 | 12 | 9 |
| 归母净利润（百万元） | -257 | 942 | 1125 | 1317 |
| 增长率(%) | -111 | — | 20 | 17 |
| 摊薄每股收益（元） | -0.17 | 0.63 | 0.75 | 0.88 |
| ROE(%) | -2 | 7 | 8 | 8 |
| P/E | — | 23.97 | 20.06 | 17.14 |
| P/B | 1.30 | 1.69 | 1.56 | 1.43 |
| P/S | 1.88 | 2.80 | 2.50 | 2.29 |
| EV/EBITDA | 8.09 | 13.43 | 11.07 | 8.66 |

5

风险提示

- ◆ **核心产品市场推广不及预期。**核心产品复方丹参滴丸占公司收入比例较高,若产品推广不及预期,则可能对公司整体造成较大压力。
- ◆ **适应症拓展不及预期。**公司芪参益气滴丸心衰、糖尿病肾病适应症,以及养血清脑阿尔茨海默症适应症获批不及预期。
- ◆ **原材料供应风险。**中药材种植周期较长,若遭遇突发情况导致中药材产量降低,将影响产品供应。
- ◆ **集采降价风险。**公司核心产品复方丹参滴丸、芪参益气滴丸等被集采导致价格大幅降低的风险。
- ◆ **心脑血管中成药竞争风险加剧风险。**
- ◆ **测算仅供参考,以实际为准。**

天士力盈利预测表

证券代码： 600535

股价： 15.05

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230425

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | 每股指标与估值 | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 4235 | 6458 | 7345 | 9507 | 营业收入 | 8593 | 8066 | 9039 | 9849 | 每股指标 | | | | |
| 应收款项 | 891 | 453 | 803 | 292 | 营业成本 | 3090 | 2944 | 3245 | 3546 | EPS | -0.17 | 0.63 | 0.75 | 0.88 |
| 存货净额 | 1516 | 1101 | 1423 | 941 | 营业税金及附加 | 134 | 137 | 136 | 148 | BVPS | 8.27 | 8.90 | 9.65 | 10.53 |
| 其他流动资产 | 2586 | 2139 | 2382 | 2593 | 销售费用 | 2880 | 2662 | 2933 | 3152 | 估值 | | | | |
| 流动资产合计 | 9228 | 10151 | 11952 | 13333 | 管理费用 | 368 | 403 | 482 | 492 | P/E | — | 24.0 | 20.1 | 17.1 |
| 固定资产 | 3549 | 3458 | 3340 | 3194 | 财务费用 | 30 | -52 | -95 | -112 | P/B | 1.3 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| 在建工程 | 103 | 98 | 93 | 88 | 其他费用/(-收入) | 844 | 887 | 1039 | 1107 | P/S | 1.9 | 2.8 | 2.5 | 2.3 |
| 无形资产及其他 | 2524 | 2519 | 2514 | 2509 | 营业利润 | -153 | 1166 | 1389 | 1614 | 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期股权投资 | 1026 | 1026 | 1026 | 1026 | 营业外净收支 | -8 | -10 | -8 | -8 | 盈利能力 | | | | |
| 资产总计 | 16430 | 17251 | 18925 | 20149 | 利润总额 | -160 | 1156 | 1381 | 1606 | ROE | -2% | 7% | 8% | 8% |
| 短期借款 | 184 | 184 | 184 | 184 | 所得税费用 | 180 | 185 | 221 | 249 | 毛利率 | 64% | 64% | 64% | 64% |
| 应付款项 | 869 | 718 | 1157 | 970 | 净利润 | -341 | 971 | 1160 | 1357 | 期间费率 | 38% | 37% | 37% | 36% |
| 预收帐款 | 64 | 81 | 90 | 98 | 少数股东损益 | -84 | 29 | 35 | 41 | 销售净利率 | -3% | 12% | 12% | 13% |
| 其他流动负债 | 991 | 976 | 1040 | 1086 | 归属于母公司净利润 | -257 | 942 | 1125 | 1317 | 成长能力 | | | | |
| 流动负债合计 | 2109 | 1959 | 2472 | 2340 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 收入增长率 | 8% | -6% | 12% | 9% |
| 长期借款及应付债券 | 1376 | 1376 | 1376 | 1376 | 经营活动现金流 | 2285 | 2470 | 1151 | 2407 | 利润增长率 | -111% | 467% | 20% | 17% |
| 其他长期负债 | 276 | 276 | 276 | 276 | 净利润 | -257 | 942 | 1125 | 1317 | 营运能力 | | | | |
| 长期负债合计 | 1652 | 1652 | 1652 | 1652 | 少数股东权益 | -84 | 29 | 35 | 41 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.47 | 0.48 | 0.49 |
| 负债合计 | 3760 | 3611 | 4124 | 3991 | 折旧摊销 | 532 | 332 | 378 | 386 | 应收账款周转率 | 9.64 | 17.81 | 11.26 | 33.76 |
| 股本 | 1500 | 1500 | 1500 | 1500 | 公允价值变动 | 1104 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 5.67 | 7.33 | 6.35 | 10.47 |
| 股东权益 | 12670 | 13640 | 14801 | 16158 | 营运资金变动 | 579 | 1151 | -401 | 649 | 偿债能力 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 16430 | 17251 | 18925 | 20149 | 投资活动现金流 | -1265 | -240 | -258 | -238 | 资产负债率 | 23% | 21% | 22% | 20% |
| | | | | | 资本支出 | -402 | -240 | -258 | -238 | 流动比 | 4.38 | 5.18 | 4.83 | 5.70 |
| | | | | | 长期投资 | -920 | 0 | 0 | 0 | 速动比 | 3.60 | 4.57 | 4.21 | 5.25 |
| | | | | | 其他 | 57 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| | | | | | 筹资活动现金流 | -236 | -7 | -7 | -7 | | | | | |
| | | | | | 债务融资 | 480 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| | | | | | 权益融资 | 20 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| | | | | | 其它 | -736 | -7 | -7 | -7 | | | | | |
| | | | | | 现金净增加额 | 814 | 2224 | 887 | 2162 | | | | | |

医药小组介绍

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、7年医药研究工作经验。
万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。
林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。
赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。
李明，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。
沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。
李畅，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

分析师承诺

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 医药研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区中山南路988号国海证券大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597