

**600535.SH**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.62

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.2)	7.3	(4.1)	(3.5)
相对上证综指	(5.6)	2.1	(2.8)	(27.2)

发行股数 (百万)	1,493.95
流通股 (百万)	1,493.95
总市值 (人民币 百万)	21,841.55
3个月日均交易额 (人民币 百万)	138.94
主要股东	
华润三九医药股份有限公司	28%

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以2026年4月24日收市价为标准

**相关研究报告**

《天士力》20260322  
《天士力》20250806  
《天士力》20240807

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 中药 II

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

证券分析师: 苏雪儿

xueer.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300526030001

# 天士力

## Q1 业绩表现亮眼, 华润赋能成效显著

公司发布2026年第一季度报告, 2026Q1实现营收21.65亿元(同比+5.35%); 归母净利润3.70亿元(同比+17.80%); 扣非归母净利润3.64亿元(同比+54.23%)。公司与华润业务协同持续深入, 核心品种放量有望提速, 同时在研品种储备丰富, 有望为公司贡献增长动能, 我们维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **一季度业绩表现亮眼, 扣非归母净利润实现快速增长。**公司发布2026年第一季度报告, 2026Q1实现营收21.65亿元(同比+5.35%); 归母净利润3.70亿元(同比+17.80%); 扣非归母净利润3.64亿元(同比+54.23%), 公司业绩表现亮眼, 预计受益于收入及销量增长带来的规模效应, 且中药材价格较2025年下降, 扣非归母净利润实现快速增长。细分板块来看, 医药工业收入同比增长7.23%, 实现稳健增长, 公司与华润三九融合一年后, 业绩成效已逐步展现; 医药商业收入同比减少12.55%, 预计主要受行业政策影响。2026Q1公司核心产品销量持续增长, 预计复方丹参滴丸、养血清脑颗粒系列、芪参益气滴丸、水林佳、芍麻止痛颗粒等均实现增长, 其中复方丹参滴丸稳定增长, 其余品种增长较快; 中药制剂丹参多酚酸和益气复脉受行业性下滑影响销售下降, 整体经营趋势向好。
- **与华润三九业务协同持续深化, 加速赋能院外业务。**2026年一季度, 公司延续与华润三九在渠道、终端、产品等方面的业务协同并深化合作, 零售业务落实“院内筑基院外增效”模式, 围绕大产品、强终端、深合作做好核心品种院外处方流转与承接, 预计复方丹参滴丸、养血清脑、水林佳、芪参益气等核心产品销量实现良好增长, 大单品引领作用初步显现。院外市场重点开展四方面工作: 一是品牌破圈, 加强品牌宣传, 搭建医生科普体系, 提升品牌价值与终端门店转化效率; 二是渠道深耕, 借助华润三九商道和KA平台重塑自身KA体系, 强化头部商业及连锁药店持续深化战略合作关系; 三是商销合作, 借助华润三九渠道与核心商业伙伴建立深度合作, 提升核心产品在重点渠道的带货率; 四是电商提速, 深化与美团、京东等O2O平台的合作, 线上增长势能持续释放。未来公司将持续与华润三九在渠道、终端、产品等方面协同, 助力业务增长。
- **在研品种储备丰富, 有望为公司贡献增长动能。**2026年一季度公司研发费用1.92亿元, 营收占比达8.85%, 持续加大研发投入。目前, 公司确立创新中药与先进治疗药物双轮驱动研发策略, 聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域。在创新中药方面, 通过推进现代中药创制国家重点实验室建设, 加快推进创新中药研发进程, 18项创新中药处于临床II、III期及NDA阶段; 在先进治疗药物方面, 重点布局CGT、抗体药物等生物药, 截至2025年底拥有在研创新药31项, 其中处于NDA/PreNDA阶段4项, 处于临床II、III期阶段17项。公司在研品种储备丰富, 有望为公司贡献增长动能。

**投资建议**

- 我们维持盈利预测, 预计2026-2028年公司归母净利润为12.77/14.04/15.73亿元; 对应EPS分别为0.85/0.94/1.05元, 截止到4月24日收盘价, 对应PE为17.1/15.6/13.9倍。公司与华润业务协同持续深入, 核心品种放量有望提速, 同时在研品种储备丰富, 有望为公司贡献增长动能, 我们维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 研发进展不及预期风险, 新产品放量不及预期风险, 临床数据读出不及预期风险。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	8,498	8,236	9,185	10,115	11,139
增长率(%)	(2.0)	(3.1)	11.5	10.1	10.1
EBITDA(人民币 百万)	1,686	1,703	2,157	2,241	2,427
归母净利润(人民币 百万)	956	1,105	1,277	1,404	1,573
增长率(%)	(10.8)	15.6	15.6	9.9	12.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.64	0.74	0.85	0.94	1.05
市盈率(倍)	22.9	19.8	17.1	15.6	13.9
市净率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(倍)	12.0	13.2	9.6	9.1	8.0
每股股息(人民币)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	3.7	2.1	2.5	2.7	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,498	8,236	9,185	10,115	11,139
营业收入	8,498	8,236	9,185	10,115	11,139
营业成本	2,792	2,730	3,099	3,401	3,743
营业税金及附加	126	134	149	164	181
销售费用	2,988	2,972	3,123	3,439	3,787
管理费用	345	334	367	425	457
研发费用	830	686	735	890	980
财务费用	(25)	(23)	12	3	(6)
其他收益	78	74	78	77	76
资产减值损失	(232)	(108)	(8)	(8)	(10)
信用减值损失	(1)	(34)	(11)	(13)	(14)
资产处置收益	2	9	9	9	9
公允价值变动收益	(129)	194	0	0	0
投资收益	(84)	(183)	(183)	(183)	(183)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,076	1,355	1,583	1,673	1,874
营业外收入	14	6	6	6	6
营业外支出	22	16	16	16	16
利润总额	1,069	1,345	1,573	1,663	1,864
所得税	210	284	283	325	363
净利润	859	1,061	1,290	1,338	1,500
少数股东损益	(97)	(44)	13	(66)	(72)
归母净利润	956	1,105	1,277	1,404	1,573
EBITDA	1,686	1,703	2,157	2,241	2,427
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.64	0.74	0.85	0.94	1.05

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>7,311</b>	<b>8,230</b>	<b>10,417</b>	<b>11,320</b>	<b>13,187</b>
货币资金	2,994	1,436	3,680	3,826	4,852
应收账款	780	1,118	412	1,554	1,478
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,712	1,427	1,672	1,540	1,579
预付账款	62	58	78	71	93
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,763	4,191	4,575	4,329	5,185
<b>非流动资产</b>	<b>7,666</b>	<b>7,110</b>	<b>6,868</b>	<b>6,598</b>	<b>6,347</b>
长期投资	1,821	1,346	1,346	1,346	1,346
固定资产	3,232	3,053	2,654	2,256	1,857
无形资产	604	794	738	682	626
其他长期资产	2,008	1,917	2,130	2,314	2,518
<b>资产合计</b>	<b>14,976</b>	<b>15,340</b>	<b>17,285</b>	<b>17,918</b>	<b>19,534</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,350</b>	<b>2,308</b>	<b>2,337</b>	<b>2,293</b>	<b>3,085</b>
短期借款	700	1,116	712	719	771
应付账款	419	330	638	424	1,239
其他流动负债	1,231	862	987	1,150	1,075
<b>非流动负债</b>	<b>515</b>	<b>484</b>	<b>1,645</b>	<b>1,573</b>	<b>1,556</b>
长期借款	254	217	1,389	1,311	1,297
其他长期负债	262	267	256	262	259
<b>负债合计</b>	<b>2,865</b>	<b>2,792</b>	<b>3,982</b>	<b>3,866</b>	<b>4,641</b>
股本	1,494	1,494	1,494	1,494	1,494
少数股东权益	208	143	156	91	18
归属母公司股东权益	11,903	12,404	13,146	13,962	14,875
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>14,976</b>	<b>15,340</b>	<b>17,285</b>	<b>17,918</b>	<b>19,534</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	859	1,061	1,290	1,338	1,500
折旧摊销	502	465	466	467	461
营运资金变动	79	(82)	(502)	(312)	(349)
其他	574	(20)	860	(158)	337
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,015</b>	<b>1,425</b>	<b>2,113</b>	<b>1,335</b>	<b>1,949</b>
资本支出	(565)	(381)	(206)	(206)	(206)
投资变动	(121)	(200)	0	0	0
其他	(255)	135	(175)	(175)	(175)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(941)</b>	<b>(446)</b>	<b>(381)</b>	<b>(381)</b>	<b>(381)</b>
银行借款	(1,184)	379	768	(71)	38
股权融资	(1,395)	(176)	(535)	(588)	(659)
其他	125	(574)	278	(149)	78
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,454)</b>	<b>(370)</b>	<b>511</b>	<b>(808)</b>	<b>(543)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(1,380)</b>	<b>608</b>	<b>2,244</b>	<b>146</b>	<b>1,026</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	(2.0)	(3.1)	11.5	10.1	10.1
营业利润增长率(%)	(12.4)	25.9	16.8	5.7	12.0
归属于母公司净利润增长率(%)	(10.8)	15.6	15.6	9.9	12.0
息税前利润增长率(%)	(16.0)	4.6	36.6	4.9	10.8
息税折旧前利润增长率(%)	(12.4)	1.0	26.7	3.9	8.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(10.8)	15.6	15.6	9.9	12.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	13.9	15.0	18.4	17.5	17.7
营业利润率(%)	12.7	16.5	17.2	16.5	16.8
毛利率(%)	67.1	66.9	66.3	66.4	66.4
归母净利润率(%)	11.2	13.4	13.9	13.9	14.1
ROE(%)	8.0	8.9	9.7	10.1	10.6
ROIC(%)	6.9	7.0	8.8	8.7	9.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率	3.1	3.6	4.5	4.9	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	11.6	8.7	12.0	10.3	7.3
应付账款周转率	19.7	22.0	19.0	19.0	13.4
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	35.2	36.1	34.0	34.0	34.0
管理费用率(%)	4.1	4.1	4.0	4.2	4.1
研发费用率(%)	9.8	8.3	8.0	8.8	8.8
财务费用率(%)	(0.3)	(0.3)	0.1	0.0	(0.1)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.9	0.9	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.0	1.4	0.9	1.3
每股净资产(最新摊薄)	8.0	8.3	8.8	9.3	10.0
每股股息	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	22.9	19.8	17.1	15.6	13.9
P/B(最新摊薄)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.0	13.2	9.6	9.1	8.0
价格/现金流(倍)	10.8	15.3	10.3	16.4	11.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371