

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

天士力(600535)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 26Q1 业绩开门红, “十五五规划” 剑指工业收入及利润双翻番

2026年04月27日

**事件:** 公司发布 2026 年一季报。2026Q1 公司实现营业收入 21.65 亿元(同比+5.35%), 实现归母净利润 3.70 亿元(同比+17.80%), 扣非归母净利润 3.64 亿元(同比+54.23%), 经营现金流净额 4.65 亿元(同比+228.22%)。

**点评:**

- **26Q1 收入稳健增长, 毛利率提升 4.58 个百分点:** ①26Q1 公司收入实现稳健增长, 26Q1 实现收入 21.65 亿元(同比+5.35%)。我们认为, 自 2025 年起公司积极构建以学术驱动、高临床价值转化为核心的整合营销体系(医疗端强化学术推广, 零售端聚焦处方承接和患者健康管理), 随着公司营销渠道改革落地, 公司多个核心产品有望逐步实现稳步增长。②从盈利能力上看, 26Q1 公司毛利率提升 4.58 个百分点(毛利率为 71.19%), 我们认为毛利率提升主要得益于复方丹参滴丸等高毛利率品种增长。其次, 销售费用率提升 1.54 个百分点(销售费用率为 36.77%), 管理费用率下降 0.23 个百分点(管理费用率为 3.61%), 研发费用率下降 1.03 个百分点(研发费用率为 8.85%), 扣非归母净利润率提升 5.33 个百分点(扣非归母净利率为 16.83%)。
- **“十五五规划” 剑指工业收入及利润双翻番, 创新中药与先进治疗药物双轮驱动:** ①“十五五”期间, 公司剑指工业收入及利润双翻番(内生发展与外延扩张并举), 且跻身中国制药企业第一梯队。具体上看, 公司将坚持创新驱动, 聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三个核心治疗领域, 持续扩充具有高临床价值的创新产品管线; 通过构建“院内筑基、院外增效”的价值循环业务模式, 以临床价值为中心, 推动院内与院外业务协同发展、持续增长。②天士力作为华润三九“一体两翼”战略布局中研发创新的关键力量。公司根据自身中药现代化的研发优势和未来以细胞治疗、小核酸药物等为代表技术发展路径判断, 持续聚焦三大核心治疗领域, 确立了“创新中药与先进治疗药物双轮驱动的开放创新体系”的研发战略: 一方面, 通过推进“现代中药创制全国重点实验室”建设, 加快创新中药研发进程, 18 项创新中药处于临床 II、III 期及 NDA 阶段; 另一方面, 在细胞与基因治疗(CGT)、小核酸药物等先进治疗药物赛道积极探索创新突破, 3 项 CGT 药物现已处于临床 I 期阶段。公司通过双轮驱动提升核心竞争能力, 截至 25 年末公司拥有在研创新药 31 项, 其中处于 NDA/Pre NDA 阶段 4 项, 处于临床 II、III 期阶段 17 项。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 89.45 亿元、96.32 亿元、103.7 亿元, 同比增速分别约为 8.6%、7.7%、7.7%, 实现归母净利润分别为 12.48 亿元、13.9 亿元、15.49 亿元, 同比分别增长约 13%、11.3%、11.5%, 对应当前股价 PE 分别约为 18 倍、16 倍、14 倍。
- **风险因素:** 新品研发不及预期, 市场竞争风险, 集采降价超预期, 监管

政策变动风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	8,498	8,236	8,945	9,632	10,370
增长率 YoY %	-2.0%	-3.1%	8.6%	7.7%	7.7%
归属母公司净利润 (百万元)	956	1,105	1,248	1,390	1,549
增长率 YoY%	-10.8%	15.6%	13.0%	11.3%	11.5%
毛利率%	67.1%	66.9%	67.3%	67.7%	68.0%
净资产收益率ROE%	8.0%	8.9%	9.5%	9.9%	10.4%
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.74	0.84	0.93	1.04
市盈率 P/E(倍)	23.42	20.25	17.93	16.10	14.45
市净率 P/B(倍)	1.88	1.80	1.70	1.60	1.50

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 4 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	7,311	8,230	9,386	10,609	11,907	
货币资金	2,994	1,436	1,901	2,875	3,902	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	780	1,118	1,237	1,328	1,425	
预付账款	62	58	64	69	73	
存货	1,712	1,427	1,477	1,527	1,583	
其他	1,763	4,191	4,706	4,811	4,924	
<b>非流动资产</b>	7,666	7,110	6,813	6,435	6,076	
长期股权投资	1,309	1,054	1,054	1,054	1,054	
固定资产(合计)	3,232	3,053	2,732	2,406	2,075	
无形资产	604	794	774	751	726	
其他	2,520	2,208	2,253	2,224	2,222	
<b>资产总计</b>	14,976	15,340	16,199	17,044	17,983	
<b>流动负债</b>	2,350	2,308	2,495	2,582	2,676	
短期借款	700	1,116	1,116	1,116	1,116	
应付票据	188	47	57	61	65	
应付账款	419	330	366	389	415	
其他	1,043	815	957	1,017	1,081	
<b>非流动负债</b>	515	484	483	473	463	
长期借款	254	217	217	217	217	
其他	262	267	266	256	246	
<b>负债合计</b>	2,865	2,792	2,978	3,055	3,139	
少数股东权益	208	143	84	18	-56	
归属母公司股东权益	11,903	12,404	13,137	13,971	14,900	
<b>负债和股东权益</b>	14,976	15,340	16,199	17,044	17,983	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	8,498	8,236	8,945	9,632	10,370	
同比(%)	-2.0%	-3.1%	8.6%	7.7%	7.7%	
归属母公司净利润	956	1,105	1,248	1,390	1,549	
同比(%)	-10.8%	15.6%	13.0%	11.3%	11.5%	
毛利率(%)	67.1%	66.9%	67.3%	67.7%	68.0%	
ROE%	8.0%	8.9%	9.5%	9.9%	10.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.64	0.74	0.84	0.93	1.04	
P/E	23.42	20.25	17.93	16.10	14.45	
P/B	1.88	1.80	1.70	1.60	1.50	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	8,498	8,236	8,945	9,632	10,370	
营业成本	2,792	2,730	2,925	3,115	3,319	
营业税金及附加	126	134	134	144	156	
销售费用	2,988	2,972	3,247	3,506	3,785	
管理费用	345	334	363	391	421	
研发费用	830	686	725	751	778	
财务费用	-25	-23	-23	-18	-20	
减值损失合计	-232	-142	-55	-55	-55	
投资净收益	-84	-183	-100	-100	-100	
其他	-49	276	75	75	75	
<b>营业利润</b>	1,076	1,355	1,494	1,663	1,852	
营业外收支	-7	-10	-8	-8	-8	
<b>利润总额</b>	1,069	1,345	1,486	1,655	1,844	
所得税	210	284	297	331	369	
<b>净利润</b>	859	1,061	1,189	1,324	1,475	
少数股东损益	-97	-44	-59	-66	-74	
<b>归属母公司净利润</b>	956	1,105	1,248	1,390	1,549	
EBITDA	1,979	1,872	1,977	2,167	2,364	
EPS(当年)(元)	0.64	0.74	0.84	0.93	1.04	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	2,015	1,425	1,811	1,829	1,975	
净利润	859	1,061	1,189	1,324	1,475	
折旧摊销	502	465	513	531	540	
财务费用	5	-38	29	29	29	
投资损失	69	169	100	100	100	
营运资金变动	218	-187	-94	-217	-233	
其它	360	-45	74	63	63	
<b>投资活动现金流</b>	-941	-446	-813	-260	-290	
资本支出	-537	-375	-222	-158	-188	
长期投资	-288	-336	0	0	0	
其他	-116	265	-591	-102	-102	
<b>筹资活动现金流</b>	-2,454	-370	-523	-595	-659	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-1,184	379	0	0	0	
支付利息或股息	-1,380	598	465	975	1,026	

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超2年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**李春辰**，医药研究员，中国药科大学本科，北京大学硕士，1年医药行业研究经历，2025年加入信达证券，主要覆盖创新药、新兴生物技术等领域。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。