

天士力 (600535.SH)

买入 (首次评级)

业绩超市场预期，三九赋能推动高质量发展

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	8,498	8,236	8,902	9,598	10,478
增长率 yoy (%)	-2.0	-3.1	8.1	7.8	9.2
归母净利润 (百万元)	956	1,105	1,349	1,577	1,841
增长率 yoy (%)	-10.8	15.6	22.0	17.0	16.7
ROE (%)	7.1	8.5	9.6	10.6	11.5
EPS 最新摊薄 (元)	0.64	0.74	0.90	1.06	1.23
P/E (倍)	23.4	20.2	16.6	14.2	12.1
P/B (倍)	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

2026 年一季度业绩超市场预期，看好全年业绩表现。 2026 年一季度公司实现营业收入 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%)。截至 2026 年一季度末公司应收账款与应收票据的周转天数为 51.27 天，同比上升 12.93 天，与同行业相比处于合理水平。我们预计随着复方丹参滴丸集采影响出清，感冒发烧产品发货回归正常，叠加公司与华润三九的双向赋能，2026 年医药工业有望实现较好恢复性增长。

毛利率提升 4.58pct 至 71.19%，扣非归母净利润增速超越收入增速有望持续。

2026 年一季度公司综合毛利率达到 71.19%，同比提升 4.58pct，我们认为主要系高毛利率的产品占比提升所致。销售/管理/研发费用率分别为 36.77%/3.61%/8.85%，同比+1.54/-0.23/-1.03pct；扣非归母净利率为 16.83%，同比+5.33pct。展望 2026 年，受益于复方丹参滴丸价格稳定、普佑克脑梗适应症进入医保目录、三九赋能降本增效成效体现，我们预计公司毛利率有望持续提升，扣非归母净利润增速持续超越收入增速。

聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域，持续打造创新中药与先进治疗药物双轮驱动的开放创新体系。

公司拥有在研创新药 31 项，其中处于 NDA/PreNDA 阶段 4 项，处于临床 II、III 期阶段 17 项。注射用重组人尿激酶原(普佑克)于 2025 年 9 月获批治疗急性缺血性脑卒中适应症。**心血管及代谢领域在研创新药 11 项**，其中青术颗粒 III 期完成全部受试者出组和统计分析，已提交 PreNDA 沟通交流；芪参益气滴丸治疗射血分数降低型的慢性心力衰竭 II 期完成 EOP2 沟通会，获得 CDE 反馈意见，即将进入 III 期；针对 NYHA 心功能 II-III 级患者，公司正在推进芪参益气滴丸扩展心衰适应症，用于慢性心力衰竭(气虚血瘀证)；针对 NYHA 心功能 IV 级患者，公司布局了人脐带间充质细胞注射液，用于伴冠状动脉旁路移植术(CABG)指征的缺血性心脏病导致的慢性心力衰竭，目前已进入 I 期临床研究。**神经/精神领域在研创新药 6 项**，在脑卒中发病早期，普佑克急性缺血性脑卒中适应症成功获批，正在探索普佑克扩展用于脑卒中发病 24 小时以内患者；在发病后期，布局了脂肪间充质细胞注射液，正在开展 I 期临床研究；在失眠领域，自主研发的 1.1 类创新中药枣仁宁心滴丸(安神滴丸) CDE 审评中，已提交 CDE 发补意见答复；在抑郁领域，自主研发的 1.1 类创新药 JS1-1-01 已完成 EOP2 沟通交流，启动 IIb 期研究。**消化领域在研创新药 6 项**，针对代谢相关脂肪性肝炎

股票信息

行业	医药
2026 年 05 月 07 日收盘价(元)	14.95
总市值 (百万元)	22,334.55
流通市值 (百万元)	22,334.55
总股本 (百万股)	1,493.95
流通股本 (百万股)	1,493.95
近 3 月日均成交额(百万元)	147.42

作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

相关研究

(MASH)，公司布局了培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液，临床 Ib 完成全部受试者入组。针对胃肠疾病早期的功能性紊乱，治疗功能性消化不良的连夏消痞颗粒和治疗腹泻型肠易激综合症的肠康颗粒均处于 III 期临床试验阶段。针对消化系统疾病后期的癌变，公司布局 PD-L1/VEGF 双抗，协同发挥抑制肿瘤生长的作用，实体瘤适应症 IIa 期临床顺利入组中。**其他领域**，安体威颗粒提交 PreNDA 沟通交流；芪苓温肾消囊颗粒正在开展 II 期数据统计，准备提交 EOP2 沟通交流；养血清脑丸治疗轻中度阿尔茨海默病 II 期临床完成全部病例出组，持续开展临床观察。

三九赋能推动高质量发展。2025 年 3 月公司实际控制人变更为中国华润有限公司，天士力正式成为华润三九旗下一员，开启公司新的发展篇章。公司在业务稳定、团队稳定、核心客户稳定的基础上，以“价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑”为指引，顺利完成百日融合、首年融合的关键工作，实现了华润三九与天士力资源高效整合，双向赋能效果持续显现，圆满完成了融合工作目标。未来双方将相互赋能，让公司创新优势更加凸显，创新中药龙头地位更加巩固；通过华润三九在管理、营销及政策资源方面的加持，公司将能更多维度快速提升自身竞争力，获得更好的发展前景。

制定“十五五”战略规划，力争 2030 年末利润翻番。2025 年公司系统制订了“十五五”战略规划：“十五五”期间，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；公司通过内生发展与外延扩张并举，力争 2030 年末实现工业营业收入翻番（达到 150 亿）、利润翻番，成功跻身中国制药企业第一梯队。为保障战略落地，公司将系统实施九大战略举措、系统构建八大核心能力、全面夯实五大组织保障，并将通过商业计划、管理报告、业绩合同等管理机制，对战略规划落地执行情况进行全过程监控与评价，确保战略目标扎实推进与价值实现。（公司战略规划所涉及的未来计划、发展目标、战略举措等前瞻性陈述及预期，不构成公司对投资者的任何实质承诺。）

给予“买入”评级。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 13.49/15.77/18.41 亿元，同比+22.0%/+17.0%/+16.7%，EPS 为 0.90/1.06/1.23 元，对应 PE16.6x/14.2x/12.1x。考虑到公司具有较强的品牌力和研发实力，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：集采等政策调整风险、创新药研发及上市后销售进展不及预期、整合进程受阻、中药材价格波动风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	7311	8230	9198	10722	12134
现金	2994	1436	2181	3397	4510
应收票据及应收账款	780	1118	1320	1383	1527
其他应收款	23	40	31	46	38
预付账款	62	58	79	69	93
存货	1712	1427	1354	1595	1562
其他流动资产	1740	4151	4232	4232	4404
非流动资产	7666	7110	7201	7030	6941
长期股权投资	1309	1054	1023	954	904
固定资产	3232	3053	3066	3037	2966
无形资产	2050	2105	2081	2076	2070
其他非流动资产	1074	897	1032	963	1002
资产总计	14976	15340	16400	17752	19075
流动负债	2350	2308	2023	2221	2208
短期借款	700	1116	908	1012	960
应付票据及应付账款	607	377	527	422	584
其他流动负债	1043	815	589	787	664
非流动负债	515	484	486	480	460
长期借款	254	217	221	214	195
其他非流动负债	262	267	264	266	265
负债合计	2865	2792	2509	2701	2668
少数股东权益	208	143	117	101	92
股本	1494	1494	1494	1494	1494
资本公积	459	482	482	482	482
留存收益	9898	10391	11184	12121	13220
归属母公司股东权益	11903	12404	13773	14950	16315
负债和股东权益	14976	15340	16400	17752	19075

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2015	1425	1798	1889	2405
净利润	859	1061	1322	1562	1832
折旧摊销	502	465	431	476	513
财务费用	-25	-23	-67	-72	-78
投资损失	84	183	134	159	146
营运资金变动	218	-187	-157	-270	-96
其他经营现金流	376	-74	136	35	88
投资活动现金流	-941	-446	-778	-308	-683
资本支出	565	381	418	441	440
长期投资	-288	-420	31	69	50
其他投资现金流	-88	354	-390	64	-293
筹资活动现金流	-2454	-370	-276	-364	-609
短期借款	-24	416	-208	104	-52
长期借款	-1160	-37	5	-7	-19
普通股增加	-6	0	0	0	0
资本公积增加	-499	23	0	0	0
其他筹资现金流	-765	-773	-72	-461	-538
现金净增加额	-1380	598	745	1216	1112

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	8498	8236	8902	9598	10478
营业成本	2792	2730	2712	2876	3079
营业税金及附加	126	134	138	153	165
销售费用	2988	2972	3160	3388	3604
管理费用	345	334	365	394	419
研发费用	830	686	730	768	817
财务费用	-25	-23	-67	-72	-78
资产和信用减值损失	-232	-142	-177	-149	-166
其他收益	78	74	76	75	75
公允价值变动收益	-129	194	32	113	73
投资净收益	-84	-183	-134	-159	-146
资产处置收益	2	9	3	3	4
营业利润	1076	1355	1664	1976	2312
营业外收入	14	6	10	8	9
营业外支出	22	16	14	14	15
利润总额	1069	1345	1660	1970	2306
所得税	210	284	338	408	474
净利润	859	1061	1322	1562	1832
少数股东损益	-97	-44	-26	-16	-9
归属母公司净利润	956	1105	1349	1577	1841
EBITDA	1541	1784	2020	2370	2737
EPS (元/股)	0.64	0.74	0.90	1.06	1.23

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	-2.0	-3.1	8.1	7.8	9.2
营业利润 (%)	-12.4	25.9	22.8	18.8	17.0
归属母公司净利润 (%)	-10.8	15.6	22.0	17.0	16.7
获利能力					
毛利率 (%)	67.1	66.9	69.5	70.0	70.6
净利率 (%)	10.1	12.9	14.9	16.3	17.5
ROE (%)	7.1	8.5	9.6	10.6	11.5
ROIC (%)	6.1	7.4	8.4	9.3	10.2
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.1	18.2	15.3	15.2	14.0
净负债比率 (%)	-10.0	1.1	-5.9	-13.0	-19.3
流动比率	3.1	3.6	4.5	4.8	5.5
速动比率	2.3	2.3	3.1	3.4	4.1
营运能力					
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	7.3	7.1	7.2
应付账款周转率	6.5	7.3	7.9	8.0	8.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.74	0.90	1.06	1.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.35	0.95	1.20	1.26	1.61
每股净资产 (最新摊薄)	7.97	8.30	9.11	9.80	10.61
估值比率					
P/E	23.4	20.2	16.6	14.2	12.1
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.5	11.9	10.0	8.0	6.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686