

600535.SH

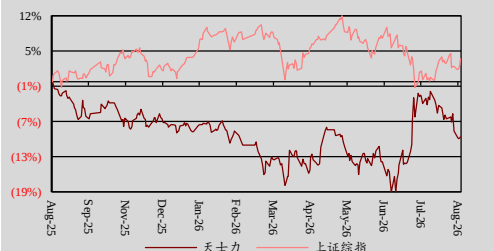
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 14.82

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	(2.9)	(6.9)	5.1	(11.4)
相对上证综指	(1.2)	(9.5)	8.5	(15.5)

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)	22,140.34
3个月日均交易额(人民币 百万)	239.35
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8月27日收市价为标准

相关研究报告

《天士力》20260427
《天士力》20260322
《天士力》20250806

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

盈利能力提升，独家品种纳入基药有望加速放量

公司发布2026年半年度报告，2026H1实现营业总收入42.01亿元（同比-2.03%）；归母净利润8.93亿元（同比+15.23%）；扣非归母净利润8.70亿元（同比+36.00%）；单季度来看，2026Q2实现营业总收入20.36亿元（同比-8.82%）；归母净利润5.22亿元（同比+13.48%）；扣非归母净利润5.06亿元（同比+25.33%）。收入端主要受中药注射剂行业性下滑及感冒发烧类品种销售下降影响而小幅回落，利润端在毛利率提升、费用管控下实现较快增长。公司核心单品稳健放量，独家产品进入基药目录有望加速放量，同时在研管线稳步推进，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司上半年盈利能力提升，经营现金流改善明显。2026H1公司实现营收42.01亿元（同比-2.03%）；归母净利润8.93亿元（同比+15.23%）；扣非归母净利润8.70亿元（同比+36.00%），扣非归母净利润增速显著快于收入增速，盈利能力提升；单季度来看，2026Q2实现营业总收入20.36亿元（同比-8.82%）；归母净利润5.22亿元（同比+13.48%）；扣非归母净利润5.06亿元（同比+25.33%）。2026H1经营活动产生的现金流量净额11.70亿元（同比+48.22%）。报告期内，公司通过稳经营、拓增量、控费用等措施优化业务结构，运营效率与经营质量稳步提升。2026H1综合毛利率约69.6%，较上年同期上行约2.2个百分点，主要系中药材成本压力缓解与产品结构优化。费用管控成效显著，销售费用13.95亿元（同比-8.53%）、管理费用1.35亿元（同比-9.45%）、研发费用2.94亿元（同比-14.24%）。分业务看，医药工业收入38.22亿元、占比约91%，为营收主要来源，医药商业收入3.58亿元。产品端来看，复方丹参滴丸、养血清脑颗粒（丸）、水林佳等核心产品保持增长；注射用丹参多酚酸和益气复脉受中药针剂行业性下滑影响，感冒发烧类品种受发病率下降影响，营收有所下降。公司费用管控成效显著，经营质量持续改善。
- 大产品战略持续推进，独家产品纳入基药目录有望加速放量。公司构建以医学引领及学术驱动、高临床价值转化为核心的整合营销体系，通过“院内筑基、院外增效”推动产品销售。医疗市场方面，公司构建标准化产品营销体系，强化县域及基层市场精细化运营；零售市场方面，公司深耕处方承接与慢病健康管理，深化与美团、京东等O2O平台合作。公司与华润医药商业建立“第三终端”合作机制，并与华润三九共建999®穿心莲内酯滴丸、999®痰咳净滴丸等产品矩阵，依托华润三九商道体系及零售KA平台深化渠道合作。此外，公司共有8个产品进入19项指南与专家共识，10款产品新增纳入《国家基本药物目录（2026年版）》，其中包括独家产品荆花胃康胶丸和芍药止痛颗粒，有望进一步加快院内准入与放量。
- 创新药研发有序推进，多项产品取得阶段性进展。2026H1公司研发费用2.94亿元。截至报告期末，公司有在研创新药33项，其中NDA/Pre NDA阶段3项，临床II、III期阶段18项。创新中药方面，1.1类中药创新药枣仁宁心滴丸于2026年6月获批上市，TCM2219已提交NDA，TCM0117完成Pre NDA沟通，TCM0013和TCM1207均提前完成III期全部病例入组，TCM1802-01启动III期临床。先进治疗药物方面，CMI1808已提交发补资料，CMI1203启动IIb期临床，BIO2601于2026年7月获批IND；B2065、B2172、B2278三款CGT产品处于I期临床入组阶段。根据公司下半年计划，公司将推进CMI1808获批上市、TCM0117申报NDA及BIO2601启动III期临床，多项研发成果加速向商业化推进。

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8月27日收盘价，对应PE为17.3/15.8/14.1倍。公司核心单品稳健放量，独家产品进入基药目录有望加速放量，同时在研管线稳步推进，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；核心品种集采控费及价格下降风险；新产品放量不及预期风险；原材料（中药材）价格波动风险。

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)	23.2	20.0	17.3	15.8	14.1
市净率(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(倍)	12.0	13.2	9.7	9.2	8.1
每股股息(人民币)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
股息率(%)	3.7	2.1	2.4	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
流动资产	7,311	8,230	10,417	11,320	13,187
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
非流动资产	7,666	7,110	6,868	6,598	6,347
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
资产合计	14,976	15,340	17,285	17,918	19,534
流动负债	2,350	2,308	2,337	2,293	3,085
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
非流动负债	515	484	1,645	1,573	1,556
长期借款	254	217	1,389	1,311	1,297
其他长期负债	262	267	256	262	259
负债合计	2,865	2,792	3,982	3,866	4,641
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
负债和股东权益合计	14,976	15,340	17,285	17,918	19,534

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
经营活动现金流	2,015	1,425	2,113	1,335	1,949
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)
投资活动现金流	(941)	(446)	(381)	(381)	(381)
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
筹资活动现金流	(2,454)	(370)	511	(808)	(543)
净现金流	(1,380)	608	2,244	146	1,026

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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
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	12.0	10.3	7.3
应付账款周转率	19.7	22.0	19.0	19.0	13.4
费用率					
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)
每股指标(元)					
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
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.2	20.0	17.3	15.8	14.1
P/B(最新摊薄)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.0	13.2	9.7	9.2	8.1
价格/现金流(倍)	11.0	15.5	10.5	16.6	11.4

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刊载或转发的，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
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