仅供内部参考，请勿外传

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

中成药 2026 年 10 月 14 日

天士力（600535）深度研究报告

厚积主业，赋能新生

- **创新驱动的现代中药龙头，力争成为中国医药市场领先者。**天士力作为国内现代中药的领军者，2025 年获华润三九战略入主，并提出十五五期间工业营业收入与利润双翻番、工业收入突破 150 亿元的财务目标（CAGR 15%），我们认为其增长的预期差在于品种力的延展（创新研发驱动老品种新增适应症、新品种上市）、渠道广度的拓展（基层下沉、三九赋能 OTC 渠道）、以及治理效率推动盈利能力的提升（费用效率提升）。
- **三九能给天士力带来什么？**天士力基本面质地优异，核心竞争壁垒深厚。公司为中药创新药龙头，研发投入居行业第一梯队，拥有多项中药创新管线，核心品种循证医学证据扎实院内渠道优势显著，2020-2024 年院内中成药销售额 CAGR 7.9%，心脑血管品类占比超 80%，且滴丸剂型智能制造壁垒深厚。华润三九入主后从多维度深度赋能：明确其以处方药为核心业务、创新驱动成为中国医药市场领先者的核心定位，通过 OTC 渠道系统性赋能、院内资源双向共建、治理效率提升，有望助力公司达成十五五战略规划目标。
- **中药：大单品拓渗透、二线品种拓渠道、创新中药拓新品。**我们预计 2026~2028 年收入增速在 5~10%：1）大单品拓渗透：核心单品丹滴、养血清脑，前者冠心病适应症稳步扩容、糖网新适应症带来弹性，后者慢性脑供血不足适应症有望借助华润渠道拓 OTC、AD 适应症进入临床 II 期；2）二线品种拓渠道：芪参益气滴丸 OTC 渠道占比仅 18%，有望受益于三九渠道拓展覆盖；在研糖尿病肾病、慢性心衰打开远期空间。芍麻止痉等新品，有望受益于差异化适应症、指南推荐拓展覆盖；3）创新中药拓新品：公司中药创新管线布局丰富，有望每年上市 1-2 个新药贡献增量（2026 已获批安神滴丸）。
- **化药与生物药：老品种焕发新机，创新品种存在重估机会。**1）生物药核心品种普佑克为溶栓用重组人尿激酶原，其患者基数在“百万减残”、溶栓窗口延长等利好推动下持续扩大，且普佑克 9M25 获批脑梗大适应症，有望提速增长并推动天士力生物减亏；2）化药水林佳为肝病专科用药，患病基数持续扩容叠加权威指南推荐，26 年起有望借助三九易善复成熟渠道，成为化药核心增长极；3）在研管线：B1962（PD-L1/VEGF 双抗）推进实体瘤II期临床，MASH 适应症 B1344（FGF21）进入 1b 临床，二者均有望于 2H26 读出数据。
- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 85.3/94.1/103.4 亿元，同比增长 3.5%/10.3%/9.9%；归母净利润分别为 12.8/14.9/17.1 亿元，同比分别增长 16%/16%/15%，对应 EPS 分别为 0.86/0.99/1.14 元。根据可比公司估值法，参考可比公司 2026E 平均 PE 16.5 倍，基于公司业绩成长性及三九赋能等因素给予公司 2026 年 20x PE，目标价 17.2 元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新适应或新产品症获批不及预期风险；市场推广不及预期风险；政策变动的风险。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	8,236	8,527	9,405	10,338
同比增速(%)	-3.1%	3.5%	10.3%	9.9%
归母净利润(百万)	1,105	1,281	1,485	1,707
同比增速(%)	15.6%	15.9%	15.9%	15.0%
每股盈利(元)	0.74	0.86	0.99	1.14
市盈率(倍)	21	18	16	14
市净率(倍)	1.9	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 10 月 13 日收盘价

推荐（首次）

目标价：17.2 元

当前价：13.97 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：高初蕾

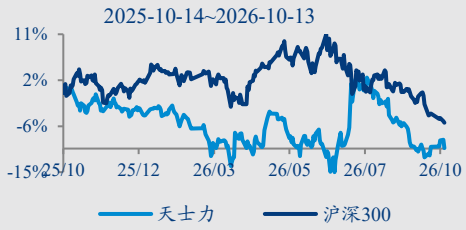
邮箱：gaochulei@hcyjs.com

执业编号：S0360524070002

公司基本数据

总股本(万股)	149,395.00
已上市流通股(万股)	149,395.00
总市值(亿元)	208.70
流通市值(亿元)	208.70
资产负债率(%)	13.68
每股净资产(元)	8.75
12 个月内最高/最低价	16.16/13.23

市场表现对比图(近 12 个月)



仅供内部参考，请勿外传

投资主题

报告亮点

本报告系对公司的首次深度覆盖。当前，公司正处于“十五五”战略规划的开局关键期，明确提出了工业收入与利润实现翻番的宏伟目标。不同于市场单纯关注短期业绩波动，本报告着重从中长期视角出发，深度拆解并论证了该目标得以实现的可行路径与核心增长动能，并重点分析了央企入主后带来的治理溢价与效率变革。

投资逻辑

我们认为公司增长的逻辑与预期差在于品种力的延展（创新研发驱动老品种新增适应症、新品种持续上市）、渠道广度的拓展（基层下沉、三九赋能 OTC 渠道）、以及治理效率推动盈利能力的提升（费用效率提升）。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 85.3/94.1/103.4 亿元，同比增长 3.5%/10.3%/9.9%；归母净利润分别为 12.8/14.9/17.1 亿元，同比分别增长 16%/16%/15%，对应 EPS 分别为 0.86/0.99/1.14 元。根据可比公司估值法，参考可比公司 2026E 平均 PE 16.5 倍，基于公司业绩成长性及三九赋能等因素给予公司 2026 年 20x PE，目标价 17.2 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、 天士力：现代中药龙头，华润入主启新篇 6
（一） 天士力：砥砺前行三十载，成就现代中药领军者 6
（二） 业绩概述：波折重重过，韧性守归途 7
二、 三九入主强强联合，十五五目标进取 8
（一） 十五五目标： 实现工业收入与利润双翻番 8
（二） 研发引领：中药创新标杆，力争化生药创新突破 8
（三） 三九赋能：品牌与营销有望受益 9
（四） 治理效率：盈利能力有提升空间 11
三、 中药：三大基药构筑基本盘，创新驱动拉动增长 12
（一） 深耕冠心病市场，占据领先地位 12
（二） 在研新品：有望每年获批 1~2 款创新中药 15
四、 生物药：普佑克脑梗贡献增量，在研管线存在 BD 潜力 17
（一） 普佑克：脑梗适应症有望打开成长空间 18
（二） 在研管线：PD-L1/VEGF 及 FGF21 存在 BD 潜力 20
五、 化药：传统业务稳健增长，水林佳贡献增量 22
（一） 传统业务：水林佳成为新的增长极 23
（二） 创新管线：聚焦高价值赛道 25
1、 PXT3003：罕见病赛道品种，有望短期兑现 25
2、 JS1-1-01：1 类抗抑郁创新药，市场大格局优 25
六、 投资建议及估值 25
（一） 收入拆分及盈利假设 25
（二） 可比公司估值 26
（三） 首次覆盖重点推荐 26
七、 风险提示 26

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 天士力：核心产品 6
图表 2 天士力：股权结构图（截至 2026/06/30） 7
图表 3 天士力：公司业绩重回增长 7
图表 4 天士力：收入拆分 8
图表 5 天士力：研发费用及费用率情况 9
图表 6 中药行业：研发投入横向对比 9
图表 7 公司重点创新产品研发进度（截至 2026/06/30） 9
图表 8 复方丹参滴丸：OTC 及院内渠道销售规模 10
图表 9 养血清脑颗粒：OTC 及院内渠道销售规模 10
图表 10 2025 年 OTC 渠道销售额 TOP10 产品铺货率对比：天士力 VS 华润三九 10
图表 11 管理团队：保持天士力核心团队稳定 11
图表 12 天士力：生物板块收入及生物子公司净利润 11
图表 13 天士力 VS 华润三九：OTC 终端收入占比 11
图表 14 天士力：中药业务收入及预测（百万元） 12
图表 15 2025 年中成药心血管疾病内服用药 TOP10 12
图表 16 复方丹参滴丸：院内及 OTC 终端销售额 13
图表 17 复方丹参滴丸：历年销售量 13
图表 18 正常与高血糖状态下血-视网膜示意图 14
图表 19 芪参益气滴丸：院内销售额 15
图表 20 芪参益气滴丸：OTC 销售额 15
图表 21 重点中药创新药研发管线 15
图表 22 安神助眠中成药：院内市场规模/百万元 16
图表 23 安神助眠中成药：市场格局 16
图表 24 芍麻止痉颗粒：院内销售规模 17
图表 25 芍麻止痉颗粒：OTC 销售规模 17
图表 26 院内-抗血栓形成药-溶栓类药物销售规模（百万元） 18
图表 27 溶栓药物的使用方法 19
图表 28 2019-2030E 中国心梗患者情况 20
图表 29 2019-2030E 中国脑梗患者情况 20
图表 30 普佑克具备显著优势 20
图表 31 全球在研 PD-(L)1/VEGF 及 BD 情况 21
图表 32 MASH 药物纤维化改善数据对比/跨试验 22
图表 33 已达成 BD 交易的 FGF21 靶点药物 22

仅供内部参考，请勿外传

图表 34 保肝护肝类药物：终端市场销售额/百万元 23
图表 35 2012-2023 年中国护肝保健品市场规模及增速 23
图表 36 保肝护肝药品：院内市场格局（2025 年） 23
图表 37 保肝护肝药品：OTC 市场格局（2025 年） 23
图表 38 水林佳：院内销售额 24
图表 39 水林佳：OTC 销售额 24
图表 40 蒂清：院内销售额 24
图表 41 蒂清：OTC 销售额 24
图表 42 天士力：收入拆分及预测 25
图表 43 可比公司估值 26

仅供内部参考，请勿外传

一、天士力：现代中药龙头，华润入主启新篇

（一）天士力：砥砺前行三十载，成就现代中药领军者

天士力成立于上世纪 90 年代，以复方丹参滴丸起步，逐渐打造了一批年销售额过亿的独家中成药品种，并拓展化药、生物药，是中成药企业创新转型的标杆企业。公司聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域，依托现代中药、生物药、化学药三大板块协同效应，其现代中药以复方丹参滴丸为核心，积极探索中药创新；生物药通过内生及外延，布局抗体药物、CGT 等赛道；化学药坚持仿创结合，卡位难治性领域布局新药与特色制剂。

图表 1 天士力：核心产品

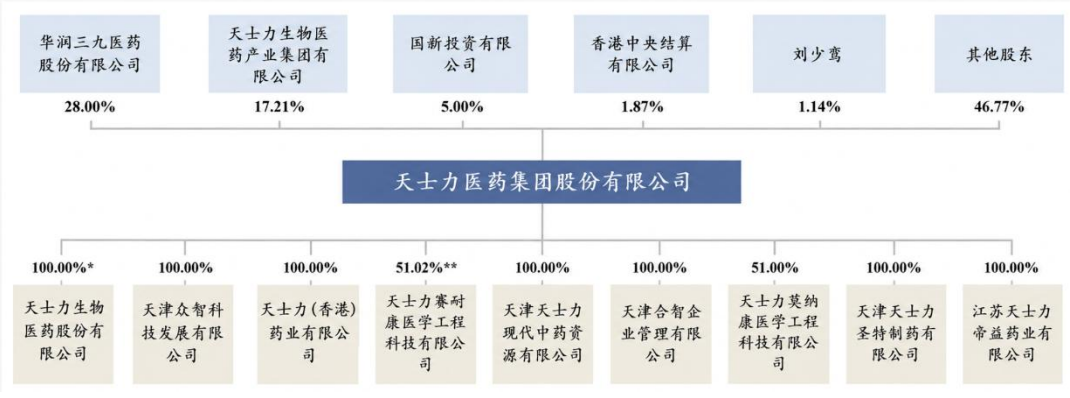
药品分类	药品名	治疗领域	适应症	是否医保	是否基药	是否独家
中药						
	复方丹参滴丸	心脑血管	冠心病心绞痛	医保甲类	是	是
	芪参益气滴丸	心脑血管	冠心病心绞痛	医保乙类	是	是
	养血清脑颗粒/丸	心脑血管	用于血虚肝旺所致头痛，眩晕眼花等	医保甲类	是	是
	注射用益气复脉	心脑血管	冠心病劳累性心绞痛等	医保乙类	否	是
	注射用丹参多酚酸	心脑血管	冠心病稳定型心绞痛	医保乙类	否	是
	穿心莲内酯滴丸	呼吸	上呼吸道感染风热证所致的咽痛	医保乙类	否	是
	藿香正气滴丸	胃肠	外感风寒，内伤湿滞，头痛昏重等	否	否	是
化药						
	替莫唑胺胶囊(蒂清)	肿瘤	新诊断的多形性胶质母细胞瘤等	医保乙类	否	否
	水飞蓟宾胶囊（水林佳）	肝胆	急慢性肝炎、脂肪肝的肝功能异常的恢复	医保乙类	否	是
	他达拉非片	男科	勃起功能障碍	否	否	否
生物药						
	注射用重组人尿激酶原（普佑克）	心脑血管	急性 ST 段抬高性心肌梗死的溶栓治疗	医保乙类	否	是

资料来源：国家药监局、国家医保局、国家卫健委，公司公告，华创证券

华润三九战略入主。2024 年 8 月公司公告与华润三九、国新投资签订股份转让协议，天士力集团及一致行动人拟分别向华润三九、国新投资转让 28%、5%的股权；25 年 3 月 27 日正式完成股份过户登记，公司控股股东变更为华润三九；原实控人闫凯境先生及其家族成员控股的天士力生物医药产业集团有限公司持有公司 17.2%股份、为公司第二大股东（承诺表决权比例不超过 12.5%）。

仅供内部参考，请勿外传

图表 2 天士力：股权结构图（截至 2026/06/30）



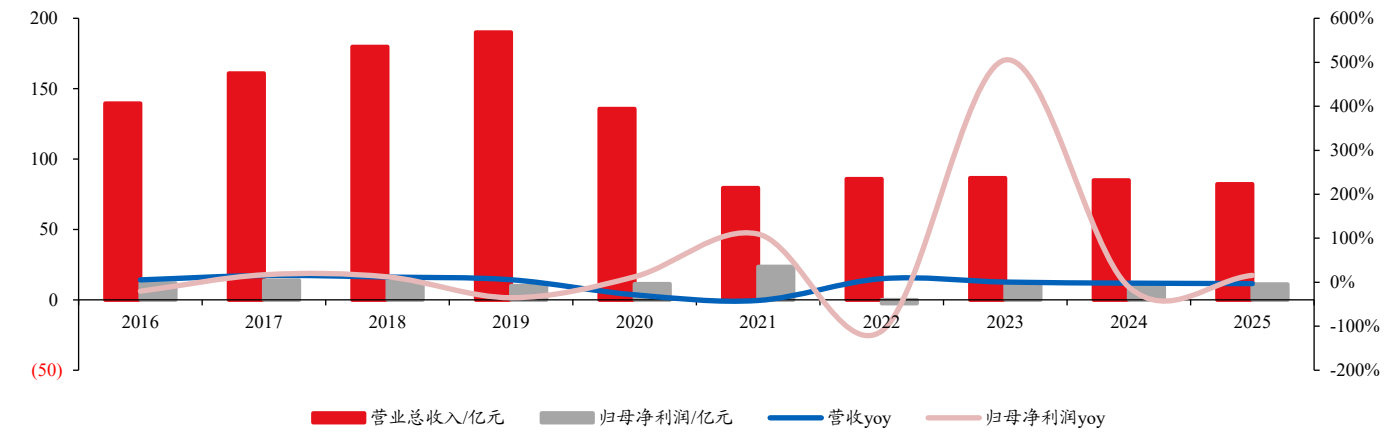
资料来源：公司公告、华创证券

（二）业绩概述：波折重重过，韧性守归途

历经去库与集采，业绩韧性十足。1）收入端，2016-2019 年营收稳步增长至 190.0 亿元，2020 年 8 月公司处置天士营销股权，营收降至 135.8 亿元，2021 年剥离影响全年体现，营收进一步降至 79.5 亿元、同比降 41.4%，后续进入平稳阶段，2023-2024 年维持 85-87 亿元区间，2025 年营收 82.36 亿元、同比降 3.1%，主因商业板块收入持续下滑及核心产品集采降价。

2）利润端，2019 年受去库存、集采等因素拖累归母净利润同比降 35.2%，2022 年因金融资产公允价值变动，亏损 2.6 亿元，成为业绩低点。2022 年后业绩触底反弹，2023 年归母净利润同比大增 505.3%至 10.7 亿元，2025 年归母净利润达 11.05 亿元、同比增 15.6%，前期消极因素基本出清，整体经营步入回升通道。

图表 3 天士力：公司业绩重回增长



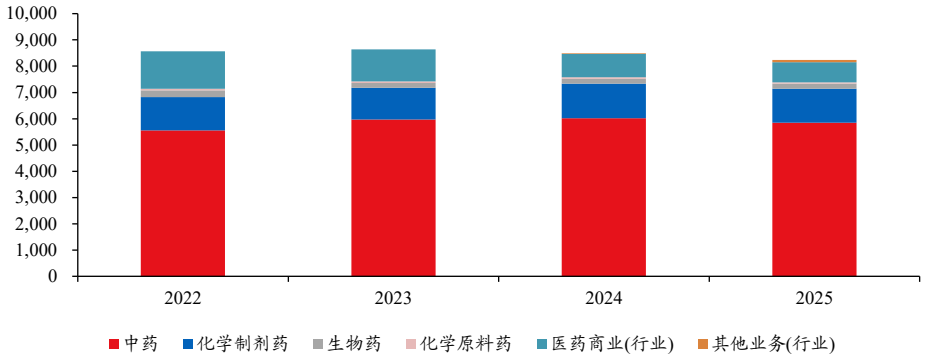
资料来源：Wind，华创证券

收入拆分：2022-2025 年公司医药工业板块整体稳健，2025 年达 73.8 亿元，其中中药为基本盘（58.5 亿元），化学制剂、生物药及原料药占比相对稳定；医药商业板块持续收缩至 7.7 亿元。2025 年按治疗领域拆分，心血管及代谢为核心收入支柱（40.7 亿元，毛利率 77.5%），神经/精神、消化分别实现收入 14.1 亿元、9.9 亿元，其中消化板块逆势增长

仅供内部参考，请勿外传

3.9%。

图表 4 天士力：收入拆分



资料来源：公司公告，华创证券（单位：百万元）

二、三九入主强强联合，十五五目标进取

公司谋定“创新驱动，成为中国医药市场的领先企业”这一战略目标，并提出十五五期间工业营业收入与利润双翻番、工业收入突破 150 亿元的财务目标（CAGR 15%）。我们认为基于天士力自身在创新研发、学术营销、智能制造的深厚优势，叠加三九入主后在企业管理、品牌创新、并购整合、商业渠道等方面的深度赋能，有望达成十五五战略目标。

（一）十五五目标： 实现工业收入与利润双翻番

聚焦三大领域，创新驱动增长，目标 2030 年工业收入利润双翻番。公司研发与业务布局聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心治疗领域，围绕未满足临床需求持续扩充高价值创新产品管线；构建“院内筑基、院外增效”的全渠道价值循环模式，推动院内院外业务协同高效增长；坚持内生增长与外延扩张双轮驱动，力争 2030 年末实现工业营业收入与利润双翻番、工业收入突破 150 亿元，成功跻身中国制药企业第一梯队。

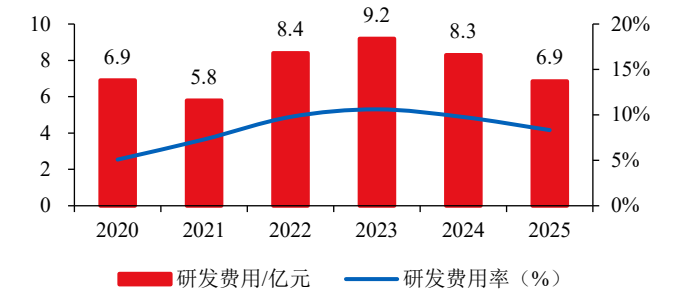
（二）研发引领：中药创新标杆，力争化生药创新突破

高举高打的研发投入，夯实现代中药创新引领者地位。

1）研发投入高举高打：2025 年公司研发费用达 6.9 亿元、研发费率达 8.3%，行业横向比较天士力研发费用绝对值及费用率在中药企业中处于前列。

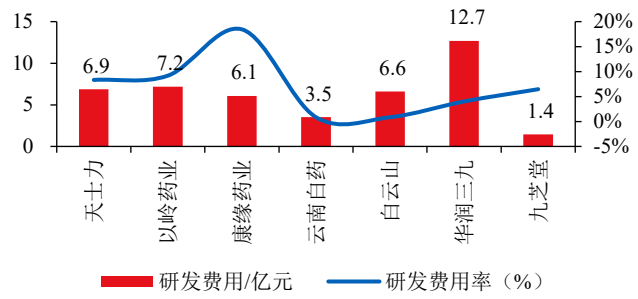
仅供内部参考，请勿外传

图表 5 天士力：研发费用及费用率情况



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 中药行业：研发投入横向对比

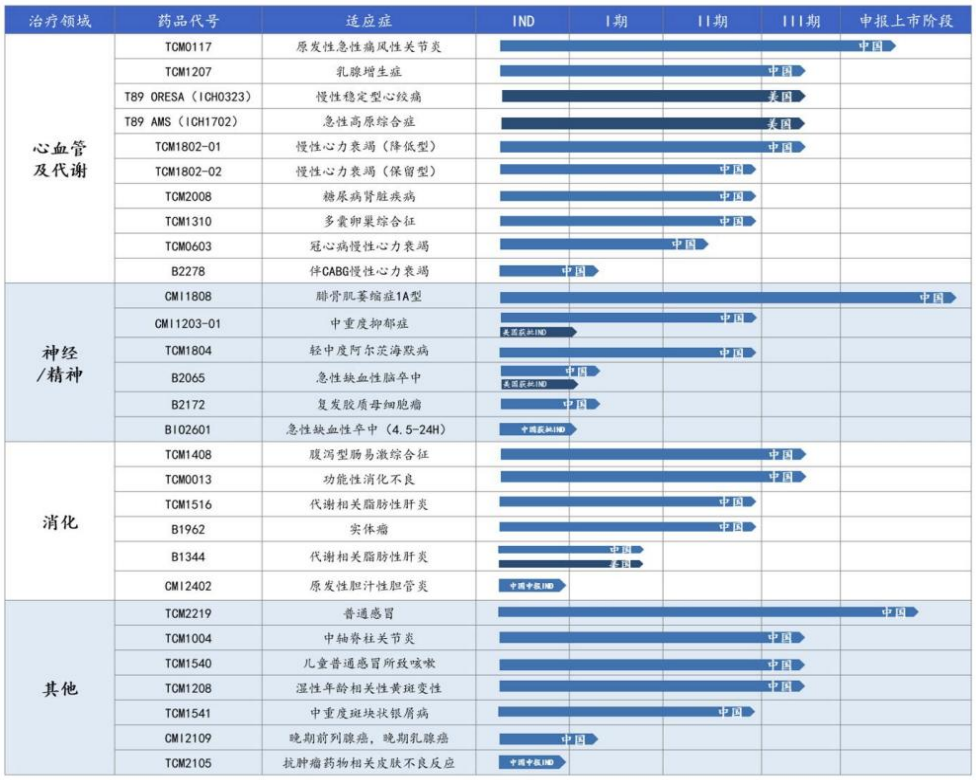


资料来源：Wind，华创证券

2）现代中药创新标杆：公司布局 33 项在研创新管线，其中中药领域储备充分，18 款创新中药处于临床 II/III 期及 NDA 阶段，枣仁宁心滴丸于 26 年 6 月获批，脊痛宁片等多款产品推进至临床 III 期，青术颗粒已取得 Pre-NDA 沟通意见，芪参益气滴丸、养血清脑丸新适应症等多款产品完成或推进临床 II/III 期研究，我们预计未来有望每年获批 1~2 个品种。

3）战略聚焦优势病种，力争化生药突破。天士力作为华润三九“一体两翼”布局下研发创新的重要承载平台，研发战略聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大优势疾病领域。公司通过自研+合作方式构建研发平台，布局近 10 项化生药创新管线，包括 PD-L1/VEGF、FGF21、CGT 等前沿管线。

图表 7 公司重点创新产品研发进度（截至 2026/06/30）



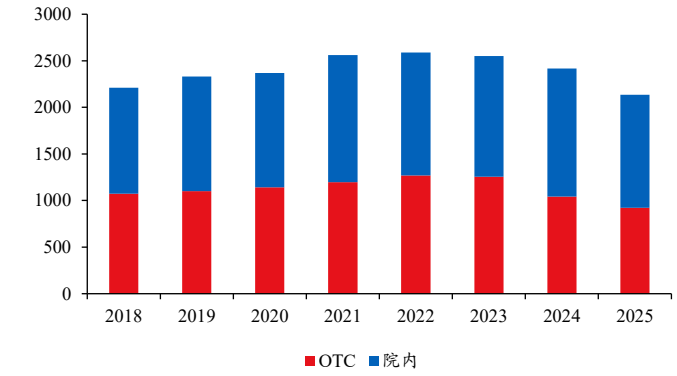
资料来源：公司年报，华创证券

（三）三九赋能：品牌与营销有望受益

仅供内部参考，请勿外传

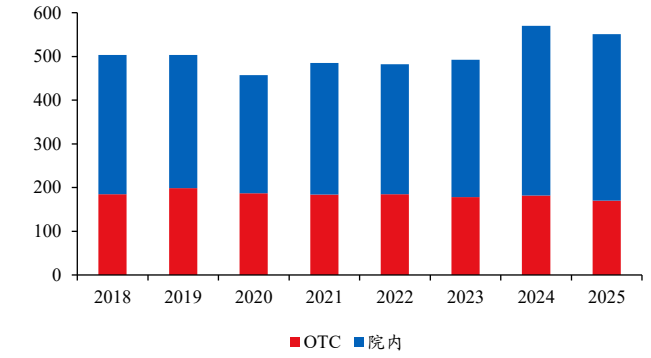
OTC 渠道有较大的拓展空间。从渠道看，得益于独家品种的产品力，公司的竞争优势集中于院内处方市场及相应的学术推广体系，院外 OTC 渠道相对弱势，依赖处方的自然溢出。大品种丹滴、养血清脑兼具院内与 OTC 销售，但更具备 OTC 属性的穿心莲内酯滴丸、牛黄清心丸、藿香正气滴丸等核心品种市占率仍较低。

图表 8　复方丹参滴丸：OTC 及院内渠道销售规模



资料来源：中康开思，华创证券（单位：百万元）

图表 9　养血清脑颗粒：OTC 及院内渠道销售规模



资料来源：中康开思，华创证券（单位：百万元）

铺货率角度看，市占率有提升空间。华润三九依托高渗透率构建了强势 OTC 大单品矩阵，以 2025 年 OTC 渠道销售额前十产品为样本，2026Q1 感冒灵颗粒、复方醋酸地塞米松乳膏、抗病毒口服液铺货率分别高达 94.4%、84.2%、58.9%，渠道壁垒突出。天士力 OTC 产品中仅复方丹参滴丸铺货率达 66.3%，穿心莲内酯滴丸、养血清脑颗粒、芪参益气滴丸及安宫牛黄丸铺货率均处于较低水平。

图表 10　2025 年 OTC 渠道销售额 TOP10 产品铺货率对比：天士力 VS 华润三九

华润三九产品	销售额/百万元	铺货率	天士力产品	销售额/百万元	铺货率
感冒灵颗粒	3288	94.41%	复方丹参滴丸	922	66.26%
葡萄糖酸钙锌口服溶液	1628	51.30%	穿心莲内酯滴丸	359	33.20%
复方感冒灵颗粒	1395	47.68%	牛黄清心丸(局方)	321	5.52%
抗病毒口服液	617	58.90%	藿香正气滴丸	236	29.42%
复方醋酸地塞米松乳膏	550	84.17%	他达拉非片	216	12.26%
糠酸莫米松凝胶	527	56.96%	养血清脑颗粒	170	32.42%
强力枇杷露	434	27.70%	水飞蓟宾胶囊	106	15.42%
多烯磷脂酰胆碱胶囊	401	22.27%	痰咳净滴丸	98	14.60%
小儿氨酚黄那敏颗粒	343	37.62%	芪参益气滴丸	92	11.43%
小柴胡颗粒	343	41.54%	安宫牛黄丸	87	2.75%

资料来源：中康开思，华创证券

注：销售额统计期为 2025 年，铺货率统计期为 2026Q1

三九入主有望给公司 OTC 渠道带来发展契机。天士力具备优质处方药与创新中药产品储备，华润三九则拥有领先的 OTC 品牌打造能力、成熟商道体系、KA 连锁覆盖及线上运营资源。2025 年公司加入三九后，双方联合推进穿心莲内酯滴丸、痰咳净滴丸等产品，推动终端覆盖提升。未来在三九全方位赋能下，公司有望加速院外市场拓展，充分释放

仅供内部参考，请勿外传

OTC 渠道增长弹性。

（四）治理效率：盈利能力有提升空间

治理效率有望提升。华润三九入主后，天士力治理架构由民营体系逐步转向央企化、平台化、体系化管理模式，经营效率有望提升。2025 年 3 月公司完成股权过户，华润三九以 28%持股比例成为控股股东，同年 4 月公司完成董监高改组。公司遵循“稳班子、强管控、补短板”的整合思路，在保持核心业务团队稳定的基础上优化关键岗位布局。

图表 11 管理团队：保持天士力核心团队稳定

职务	2021	2022	2023	2024	2025	2026
董事长	闫凯境	闫凯境	闫凯境	闫凯境	周辉	蔡金勇
副董事长	孙鹤、蒋晓萌	孙鹤、蒋晓萌	孙鹤、蒋晓萌	孙鹤、蒋晓萌	李克新	李克新
总经理	苏晶	苏晶	苏晶	蔡金勇	蔡金勇	席凯
董事会秘书、副总经理	于杰	于杰	于杰	于杰	于杰	于杰
财务总监	魏洁	魏洁	魏洁	魏洁	魏洁	魏洁
副总经理、研究院执行院长	-	-	-	周水平	周水平	周水平
副总经理、零售事业部总经理	-	-	-	-	王一民	王一民

资料来源：Wind，华创证券

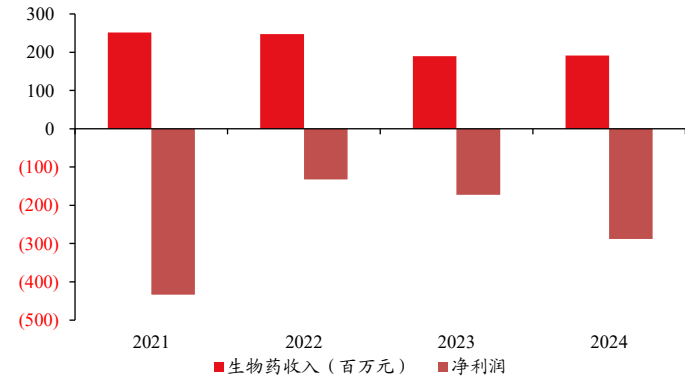
注：数据截至 2026 年 8 月

展望未来，我们认为公司盈利能力有望提升。

1) 生物药业务有望持续减亏。生物药业务（天士力生物为经营主体）过往因收入体量较小、研发投入大而持续亏损，基于普佑克脑梗适应症已于 25 年获批、26 年底预计医保谈判，我们预计 27 年有望放量减亏；

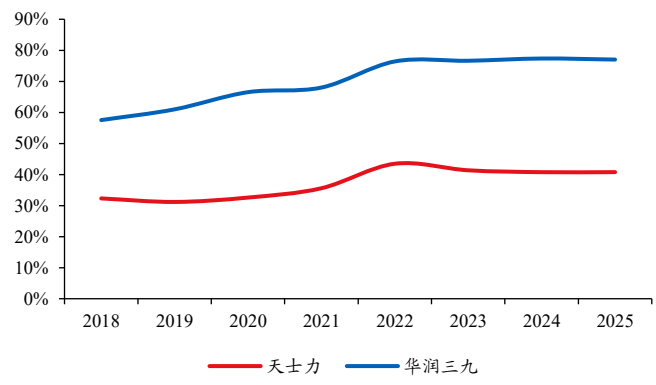
2) 公司进入华润体系后，各项费用使用效率有望提升，并且随着 OTC 收入占比的提升，净利率有提升空间。

图表 12 天士力：生物板块收入及生物子公司净利润



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 天士力 VS 华润三九：OTC 终端收入占比



资料来源：中康开思，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

三、中药：三大基药构筑基本盘，创新驱动拉动增长

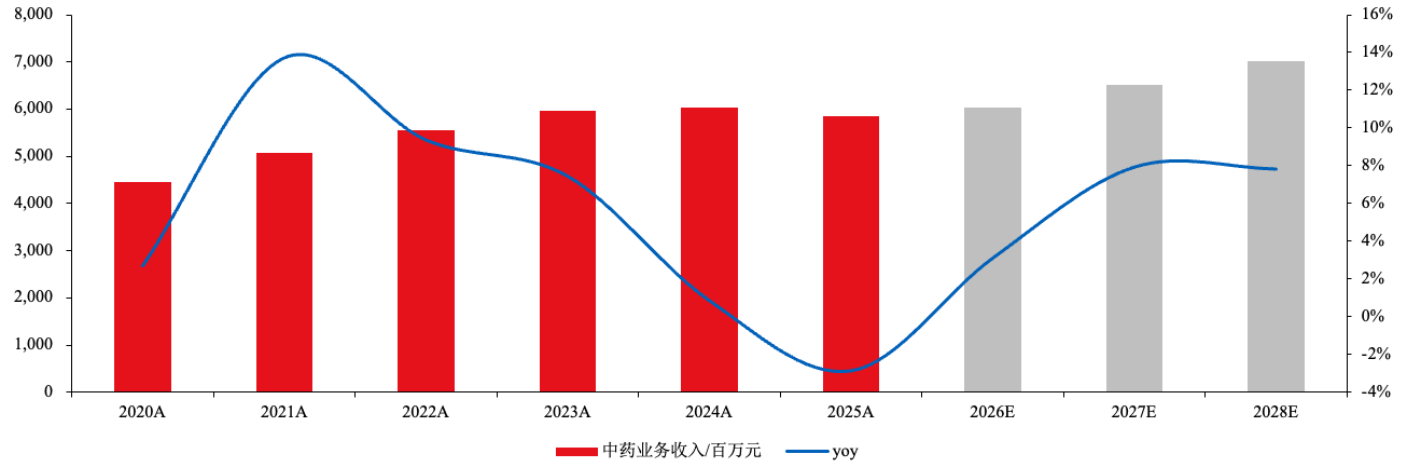
我们预计 2026~28 年公司中药业务的收入增速在 5~10%，增量来自大单品拓渗透、二线品种拓渠道、创新中药拓新品：

1）大单品拓渗透：中药业务两个核心单品复方丹参滴丸、养血清脑滴丸，前者冠心病适应症伴随患者基数增长而自然增长、糖网新适应症带来弹性增长，后者慢性脑供血不足适应症有望借助华润渠道拓 OTC 渗透率、AD 适应症已进入临床II期；

2）二线品种拓渠道：芪参益气滴丸 2025 年达约 5~6 亿体量，但其 OTC 渠道占比仅 17.7%，相较于丹滴仍有提升空间，我们预计有望受益于三九渠道拓展覆盖、提升市占率；在研糖尿病肾病、慢性心衰新适应症打开长期想象空间。芍麻止痉等中药新品，有望受益于差异化适应症、指南推荐持续拓展覆盖；

3）创新中药拓新品：公司中药创新管线布局丰富，有望每年上市 1-2 个新药贡献增量（2026 已获批安神滴丸）。

图表 14　天士力：中药业务收入及预测（百万元）



资料来源：Wind，华创证券预测

（一）深耕冠心病市场，占据领先地位

1.　持续增长的心血管疾病市场，公司市占率领先

米内网数据显示，尽管公立医疗端心脑血管疾病中成药市场规模自 2018 年以来呈下降趋势，但口服制剂市场则实现稳定增长，2015-2025 年复合增速 2.2%，口服制剂市场份额由 2015 年的 34.8%增至 2025 年的 68.3%。公司核心单品复方丹参滴丸在公立医院、城市药店市场均处于市占率首位，芪参益气滴丸院内市场第 9 位。

图表 15　2025 年中成药心血管疾病内服用药 TOP10

	公立医疗	城市药店
1	复方丹参滴丸	复方丹参滴丸
2	麝香保心丸	速效救心丸
3	稳心颗粒	参松养心胶囊
4	参松养心胶囊	银杏叶片

仅供内部参考，请勿外传

5	银丹心脑通软胶囊	复方丹参片
6	通心络胶囊	通心络胶囊
7	速效救心丸	稳心颗粒
8	芪苈强心胶囊	麝香保心丸
9	芪参益气滴丸	芪苈强心胶囊
10	银杏叶片	丹参保心茶

资料来源：米内网、转引自以岭药业年报，华创证券

2. 丹滴：冠心病核心单品，糖网有望持续贡献增量

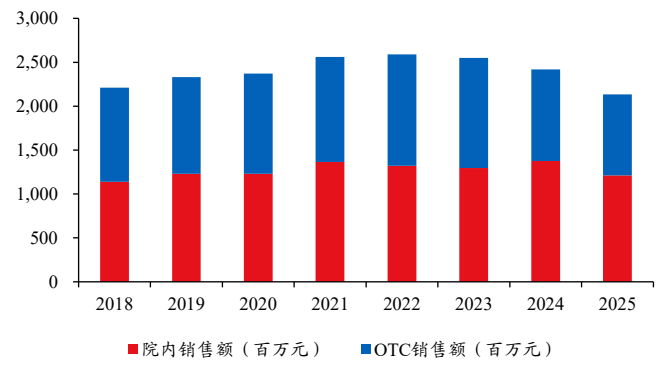
1）循证医学证据充分，收入稳步增长

复方丹参滴丸是公司第一大单品，由丹参、三七和冰片三味中药制成，具有活血化瘀，理气止痛的功效，用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；适应症为冠心病心绞痛以及 2 型糖尿病引起的Ⅰ期（轻度）、Ⅱ期（中度）非增殖性糖尿病视网膜病变。进入多个权威指南、专家共识。

克服集采影响，销售额整体稳健。我们判断复方丹参滴丸的集采冲击已基本出清，2022 年广东联盟中成药集采中，该产品以 15%的降幅中标，23-24 年陆续在全国扩围，公司顺势依托集采渠道扩容，加速下沉基层医疗市场，实现产品销量持续上行，2024 年销售量同比增长 9.2%、2025 年约 2%；我们预计有望稳健增长。

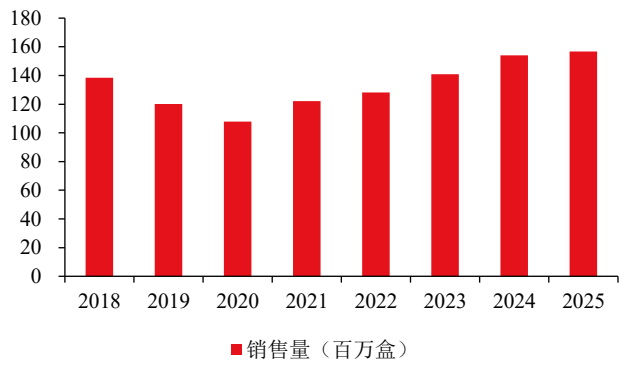
考虑到丹滴在等级医院的覆盖相对充分，公司通过学术证据积极拓展市占率、提升基层覆盖，我们预计丹滴在冠心病心绞痛相关适应症的收入增速有望保持低个位数增长。

图表 16　复方丹参滴丸：院内及 OTC 终端销售额



资料来源：中康开思；华创证券

图表 17　复方丹参滴丸：历年销售量



资料来源：公司公告，华创证券

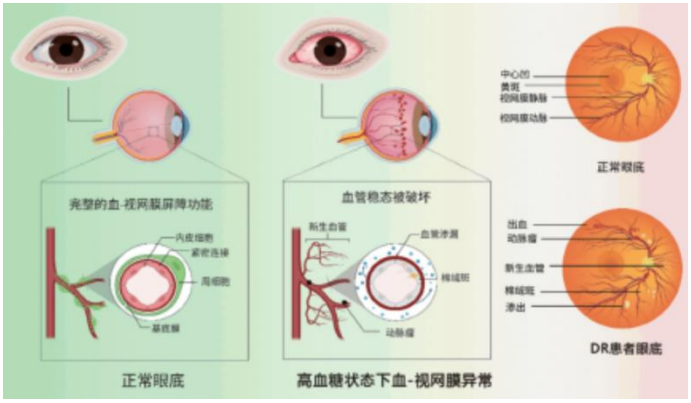
2）糖网适应症有望贡献显著增量

糖尿病视网膜病变严重者将损伤视力。糖尿病视网膜病变（DR）为 1 型、2 型糖尿病的常见并发症。该病症早期表现为视网膜水肿、渗出等症状；进入增生阶段，视盘、视网膜、虹膜及房角部位会出现新生血管增生，病情持续进展可引发牵拉性视网膜脱离、新生血管性青光眼等严重并发症，对患者视功能造成不可逆损伤。

糖网患者基数庞大。据 IDF《糖尿病地图》第 10 版，2021 年我国 20—79 岁糖尿病患者估计约 1.41 亿。随着人口老龄化趋势加剧和人们对糖尿病视网膜病变认识和治疗理念的改变，可以预见国内糖尿病视网膜病变药物市场规模还将呈现增长态势。

仅供内部参考，请勿外传

图表 18 正常与高血糖状态下血-视网膜示意图



资料来源：万文萃等《糖尿病视网膜病变的疾病负担、流行病学与危险因素研究现状》

临床用药层面，据《中成药治疗糖尿病视网膜病变临床应用指南（2024 年版）》，糖尿病视网膜病变（糖网）西医治疗以代谢控制联合眼科干预为核心路径，主流手段涵盖抗 VEGF 药物、皮质类固醇、激光光凝及玻璃体切割术等；**中成药领域，复方丹参滴丸、芪明颗粒获强推荐（B 级证据）**，双丹明目胶囊、复方血栓通胶囊、和血明目片等为弱推荐品种，通络明目胶囊作为糖网创新中药亦已获批并纳入医保。

远期有望成长为大品种。2021 年 10 月复方丹参滴丸糖尿病视网膜病变适应症获批上市，主要用于 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患者的治疗，其潜在机制为改善视网膜组织、延缓血管内皮细胞功能障碍、调节血液流变学、抗炎等。2025 年复方丹参滴丸进入《中国糖尿病防治指南（2024 版）》《糖尿病视网膜病变中西医结合防治指南》，考虑到糖网患者基数巨大，有望成长为糖网中成药大品种。

3. 芪参益气：适应症及渠道拓展，市占率有提升空间

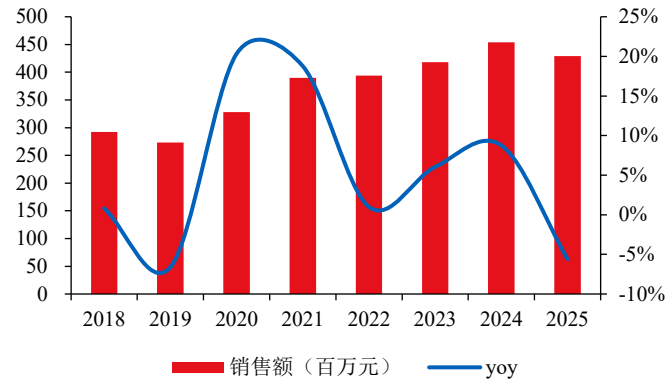
1）循证医学证据充分，收入增速较快

芪参益气滴丸于 2003 年上市销售，为公司独家品种，由黄芪、丹参、三七和降香制成；其功效为益气通脉、活血止痛，用于冠心病心绞痛。复方丹参滴丸与芪参益气滴丸在功效上既有相似之处，又各有特长，芪参益气滴丸适用于气虚血瘀型胸痹，复方丹参滴丸适用于气滞血瘀型胸痹。

整体保持增长，院外渠道有增长空间。院内为核心渠道，2018-2025 年从 2.9 亿元增至 4.3 亿元（CAGR 5.6%）；OTC 市场规模不足亿元。OTC 渠道占比 17.7%，我们预计有望受益于三九渠道拓展覆盖、提升市占率。

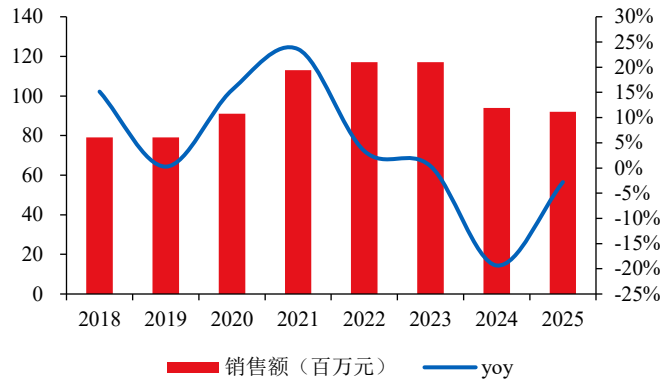
仅供内部参考，请勿外传

图表 19 芪参益气滴丸：院内销售额



资料来源：中康开思，华创证券

图表 20 芪参益气滴丸：OTC 销售额



资料来源：中康开思，华创证券

2）在研适应症潜力较大

公司推进芪参益气滴丸两个适应症拓展：

1) 慢性心力衰竭（CHF）：CHF 指持续存在的心衰状态，高血压、冠心病、糖尿病等基础疾病是导致老年慢性心衰的原因。慢性心衰临床常用药包括沙库巴曲缬沙坦、达格列净、恩格列净、呋塞米、托拉塞米等；芪参益气滴丸治疗慢性心衰的潜在作用机理包括抗炎、促进血管新生、抑制心肌细胞凋亡等，目前降低型已进入临床 III 期；

2) 糖尿病性肾病是由糖尿病引起的微血管病变而导致的肾小球硬化。，我国糖尿病患者中糖尿病性肾病发病率为 20~40%。上市后研究表明，在糖尿病肾病常规治疗基础上加用芪参益气滴丸可进一步降低患者尿白蛋白排出，保护肾功能。临床 II 期正在推进。

（二）在研新品：有望每年获批 1~2 款创新中药

天士力中药管线以 1.1 类创新中药为核心，布局失眠、儿童抽动障碍等疾病领域，III 期 9 款，II 期多款。我们预计公司未来有望每年获批 1-2 款新药，安神滴丸已于 26 年 6 月获批；青术颗粒（TCM0117，痛风）、安体威（TCM2219，感冒）均已完成III期临床并提交 NDA，目前均已获 CDE 受理，进入注册审评阶段。

图表 21 重点中药创新药研发管线

药品代号	适应症	治疗领域	研发阶段
TCM0117	原发性急性痛风性关节炎	心血管及代谢	申报上市（中国）
TCM1207	乳腺增生症	心血管及代谢	III 期（中国）
T89 ORESA（ICH0323）	慢性稳定型心绞痛	心血管及代谢	III 期（美国）
T89 AMS（ICH1702）	急性高原综合症	心血管及代谢	III 期（美国）
TCM1802-01	慢性心力衰竭（降低型）	心血管及代谢	III 期（中国）
TCM1802-02	慢性心力衰竭（保留型）	心血管及代谢	II 期（中国）
TCM2008	糖尿病肾脏疾病	心血管及代谢	II 期（中国）
TCM1310	多囊卵巢综合征	心血管及代谢	II 期（中国）
TCM0603	冠心病慢性心力衰竭	心血管及代谢	II 期（中国）

仅供内部参考，请勿外传

TCM1804	轻中度阿尔茨海默病	神经/精神	II 期（中国）
TCM1408	腹泻型肠易激综合征	消化	III 期（中国）
TCM0013	功能性消化不良	消化	III 期（中国）
TCM1516	代谢相关脂肪性肝炎	消化	II 期（中国）
TCM2219	普通感冒	其他	申报上市（中国）
TCM1004	中轴脊柱关节炎	其他	III 期（中国）
TCM1540	儿童普通感冒所致咳嗽	其他	III 期（中国）
TCM1208	湿性年龄相关性黄斑变性	其他	III 期（中国）
TCM1541	中重度斑块状银屑病	其他	II 期（中国）
TCM2105	抗肿瘤药物相关皮肤不良反应	其他	IND 申报（中国）

资料来源：公司公告，华创证券

■ 安神滴丸：失眠赛道空间广阔，差异化布局弥补未满足需求

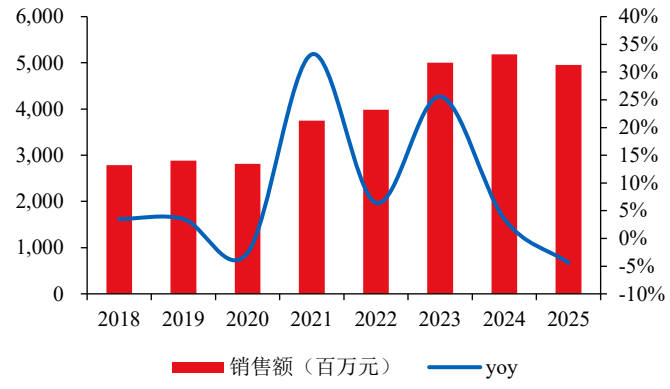
差异化布局弥补临床未满足需求。

1) **差异化布局“睡眠浅”。**安神滴丸是神经/精神领域的 1.1 类创新中药，为炒酸枣仁等四味制成的纯中药滴丸制剂，聚焦“能入睡但睡眠较浅”的慢性失眠患者，与现有入睡困难型用药形成差异化布局；

2) **失眠患者庞大，市场需求广阔。**失眠领域患者基数庞大且治疗缺口显著。据开思数据，2018-2025 年补益安神助眠类中药院内市场规模从 27.9 亿元增长至 49.5 亿元（CAGR 8.6%），其中乌灵胶囊以 19.7%的市场权重稳居第一，此外规模较大的有刺五加注射液（14.5%）、养血清脑颗粒（7.7%）、甜梦口服液（6.3%）、安神补心六味丸（5.1%），前五大品种合计占据近 53%市场份额；

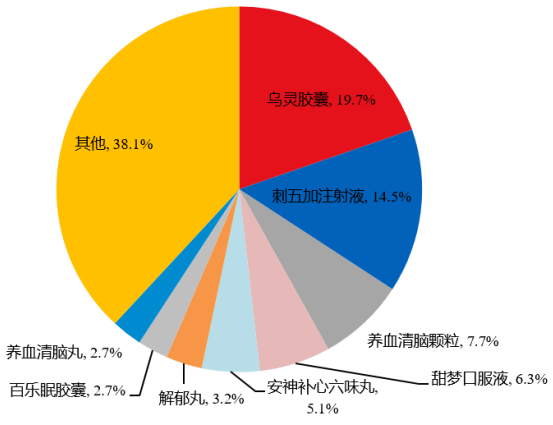
3) **渠道相对成熟，有望成长为大品种。**安神滴丸于 26 年 6 月获批，有望年内参加医保谈判。临床数据显示其在改善失眠患者睡眠质量、日间功能等维度有明显优势，无药物依赖性。未来有望协同公司在神内科室的成熟渠道，实现较快放量。

图表 22 安神助眠中成药：院内市场规模/百万元



资料来源：中康开思，华创证券

图表 23 安神助眠中成药：市场格局



资料来源：中康开思，华创证券

■ 芍麻止痉颗粒：儿童抽动障碍的特色中药

仅供内部参考，请勿外传

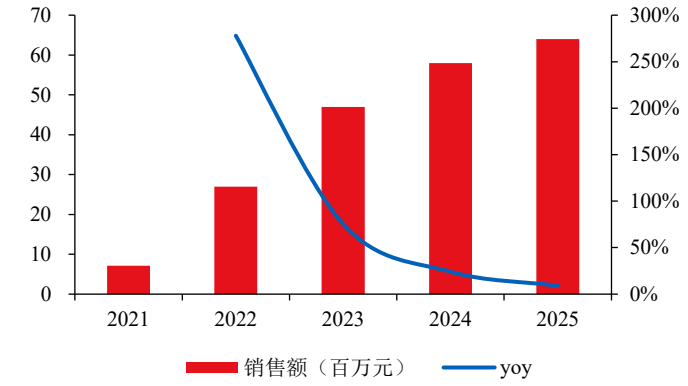
适用于儿童抽动障碍的的中药创新药。

1) 芍麻止痉颗粒为适用于中重度抽动障碍（Tourette 综合征）及慢性抽动障碍的中药创新药，2019 年获批、2020 年进入医保；

2) Tourette 综合征患病率为 0.3~0.9%、慢性抽动障碍患病率为 1~2%，具有发病率高、病程长、病情易反复、临床表现多样、共患病复杂等特点，影响儿童身心健康和生活质量。目前该治疗领域的主要治疗药物为化学精神类药物，存在嗜睡、锥体外系反应等不良反应；

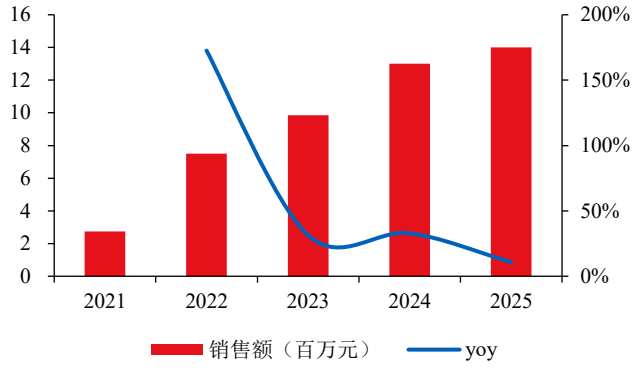
3) III期临床纳入中重度患者，显示芍麻止痉疗效与硫必利等效且总体安全性更优，中西医双量表评估均表现突出。其他临床研究显示，芍麻止痉颗粒在改善易急、易怒等中医证候方面优于硫必利。中康数据显示 2025 年芍麻止痉收入超 0.7 元，整体保持较快增长。

图表 24 芍麻止痉颗粒：院内销售规模



资料来源：中康开思，华创证券

图表 25 芍麻止痉颗粒：OTC 销售规模



资料来源：中康开思，华创证券

临床表现优异。多中心随机对照研究支持产品临床应用。芍麻止痉颗粒相关研究发表于《Journal of Child Psychology and Psychiatry》。该研究纳入 603 例 5-18 岁 Tourette 综合征患者，采用多中心、随机、双盲、双模拟设计，治疗持续 8 周。芍麻止痉颗粒组与硫必利组临床应答率分别为 74.0%和 68.3%，均显著高于安慰剂组的 44.0%；研究结论认为，两药改善抽动症状的疗效相当。芍麻止痉颗粒组总体不良事件发生率为 13.8%，低于硫必利组的 26.0%，显示出较好的短期耐受性。

四、生物药：普佑克脑梗贡献增量，在研管线存在 BD 潜力

我们认为公司生物药存在重估潜力：

1) 生物药核心品种普佑克为重组人尿激酶原，2025 年 9 月脑梗适应症获批，叠加国内溶栓渗透率提升，有望推动天士力生物减亏并走向盈利；

2) 在研管线中，PD-L1/VEGF 双抗 B1962 推进实体瘤II期临床，优势显著、具备 BD 合作潜力；MASH 领域创新药 B1344（FGF21）国内推进 Ib 期临床，参考海外 MASH 领域重磅 BD 及并购频出，公司品种亦有一定 BD 潜力。

仅供内部参考，请勿外传

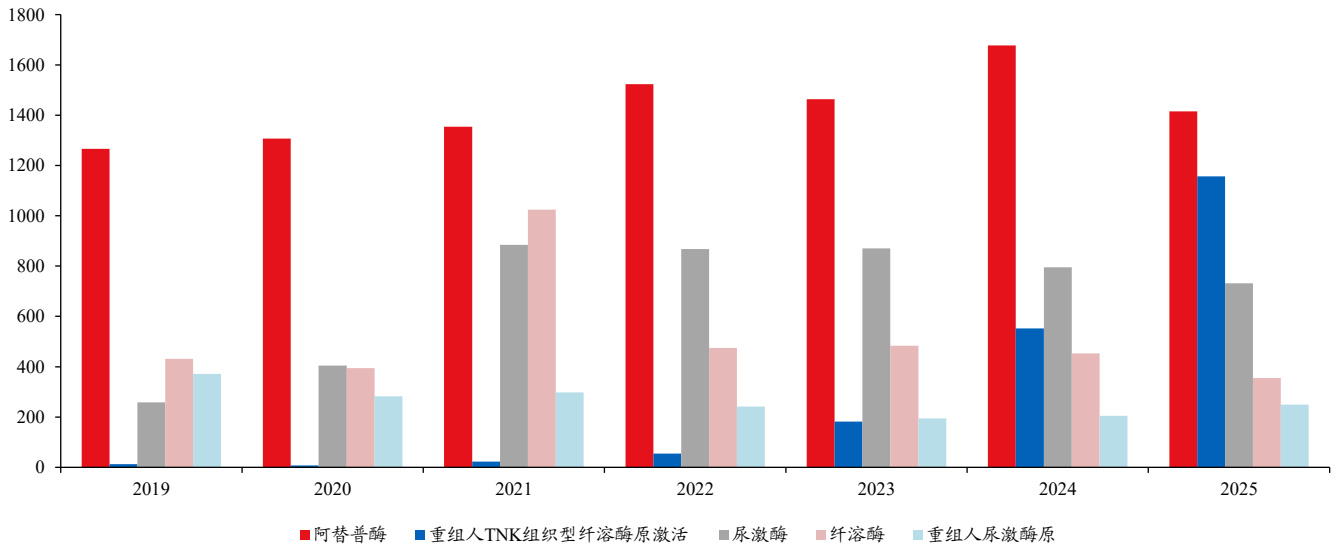
（一）普佑克：脑梗适应症有望打开成长空间

脑梗：溶栓药物临床价值巨大，代际升级趋势明确。

1) **脑血管病疾病负担较重，及时溶栓治疗具有重要临床价值。**《脑血管病防治指南（2024年版）》指出，对于发病4.5小时内、无溶栓禁忌证的缺血性卒中患者，应尽快开展静脉溶栓治疗；发病时间不明或处于4.5—24小时的患者，可结合医疗机构条件及多模影像学检查进行评估。大血管闭塞患者经适应证及获益风险评估后，可选择机械取栓治疗。

2) **溶栓药物代际升级趋势明确，三代品种有望占据市场主导格局。**据中康及公立医疗机构终端数据，2025年二代品种阿替普酶以14.2亿元销售额稳居院内主流；一代品种尿激酶、纤溶酶依托高性价比实现基层下沉，销售额分别为7.3亿元、3.6亿元；三代品种石药集团注射用重组人TNK组织型纤溶酶原激活剂表现突出，2025年公立医疗机构终端销售额达11.6亿元、同比增速109.6%。

图表 26　院内-抗血栓形成药-溶栓类药物销售规模（百万元）



资料来源：中康开思，华创证券

代际升级：疗效、安全性及便捷性的持续迭代。第一代尿激酶等非特异性溶栓药虽价格低廉、可及性高，但全身纤溶激活导致出血风险较高；第二代阿替普酶凭借更强纤维蛋白特异性，实现血栓靶向作用，显著提升溶栓效率并降低全身性出血风险，因此奠定院内主流治疗地位；第三代产品在二代基础上进一步分子改构，通过延长半衰期、提升特异性、增强PAI-1抵抗、简化给药及优化安全性实现升级，其中替奈普酶给药便捷、瑞替普酶疗效优异且性价比突出，而普佑克作为国产替奈普酶凭借更优颅内出血安全性形成差异化优势，共同驱动行业向更高临床价值方向迭代。

仅供内部参考，请勿外传

图表 27 溶栓药物的使用方法

分类	药物	适应证	给药方式	剂量	给药时间	半衰期
第三代	替奈普酶	用于急性缺血性卒中(AIS)成年患者的溶栓治疗。必须预先经过恰当的影像学检查(如头颅 CT 扫描或者其他对出血敏感的影像学诊断方法)排除颅内出血之后，在急性缺血性卒中症状发生后的 4.5 小时内尽快进行治疗。治疗效果具有时间依赖性，越早治疗，获益的可能越大。	单次静推	0.25mg/kg（最大单次给药剂量为 25mg）	5~10s	20~24min
第三代	瑞替普酶	比较瑞替普酶(18mg+18mg)与阿替普酶静脉溶栓治疗急性缺血性卒中疗效的临床 3 期试验(RAISE 研究)已经完成，对于发病后 4.5 小时内的缺血性卒中患者静脉溶栓治疗，瑞替普酶非劣效于标准治疗药物。	两次静推	18mg+18mg	每次>2min，30min 后二次推注	11~16min
第二代	阿替普酶	必须预先经过恰当的影像学检查(如头颅 CT 扫描或者其他对出血敏感的影像学诊断方法)排除颅内出血之后，在急性缺血性脑卒中症状发生后的 4.5 小时内尽快进行治疗。治疗效果具有时间依赖性，越早治疗，获益的可能越大。	静推+静滴	0.9mg/kg	总剂量的 10%作为初始静脉推注剂量，随后立即静脉输注剩余剂量，持续 60 分钟。	4~5min
第二代	尿激酶原	必须预先经过恰当的影像学检查(如头颅 CT 扫描或者其他对出血敏感的影像学诊断方法)排除颅内出血后，在急性缺血性脑卒中症状发生后的 4.5 小时内尽早进行治疗。对计划进行血管内取栓的患者，尚无安全性和有效性数据支持。	静推+静滴	15mg 3min 内静推 +20mg 30min 内静滴	30min	7~10min
第一代	尿激酶	如没有条件使用 rt-PA 且发病在 6 小时内，可参照适应证和禁忌证严格选择患者考虑静脉给予尿激酶。适应证：有缺血性卒中导致的神经功能缺损症状；症状出现<6h；年龄 18~80 岁；意识清楚或嗜睡；头 CT 无明显早期脑梗死低密度改变。	静脉滴注	100 万~150 万 IU	30min	⩽20min

资料来源：丁香园神经时间公众号，华创证券

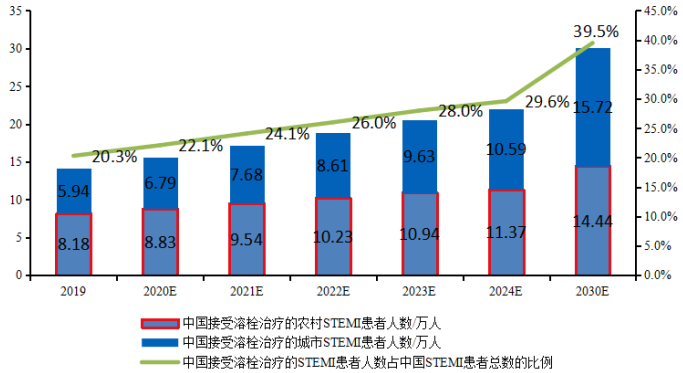
新一代溶栓药物临床渗透率仍处于低位，提升空间广阔。我们认为，在救治效率提升与产品代际更迭的共振下，具备临床获益优势的二/三代溶栓药渗透率有望实现加速上行：

1) **二、三代溶栓药物临床渗透率仍处于低位。**据沙利文预测，2024 年我国 6 小时窗口期内可接受溶栓治疗的 AIS 患者占比仅为 31.4%，而二、三代产品实际覆盖患者数更低。结合中康数据测算，2025 年国内二、三代溶栓药市场规模约 26.6 亿元，以单次 3500 元治疗费用计，年受药人次约 80 万人。若剔除心梗、肺栓塞等非脑卒中适应症，二、三代产品在单纯 AIS 场景下的临床有效渗透率预计低于 20%;

2) **救治体系补齐短板，二/三代溶栓药渗透率有望加速提升。**过去溶栓药物渗透率提升瓶颈在于极窄的“黄金时间窗”与救治体系匹配度不足，展望未来，政策推动下行业正迎来质变：随着“百万减残工程”深入推进，我国卒中防治网络建设成效显著。截至 2025 年 10 月底，全国共建成三级医院卒中中心 745 家、二级医院卒中中心 1681 家，较上一年度分别增加 16.8%和 15.1%。卒中中心覆盖 97.9%的地市、70.6%的区县。救治半径的缩短有望提升救治效率及溶栓渗透率。

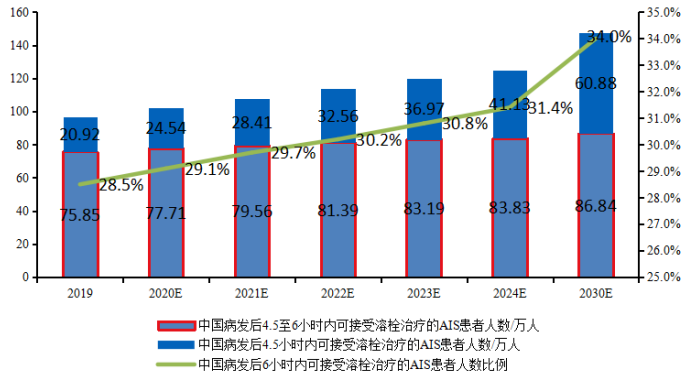
仅供内部参考，请勿外传

图表 28　2019-2030E 中国心梗患者情况



资料来源：沙利文、转引自天士力生物招股书，华创证券

图表 29　2019-2030E 中国脑梗患者情况



资料来源：沙利文、转引自天士力生物招股书，华创证券

脑梗适应症加持下，普佑克有望成为大单品。

1）脑梗适应症患者基数庞大：公司普佑克（新一代重组人尿激酶原）于 2025 年 9 月获批脑梗适应症，正式由平稳增长的心梗市场切入患者基数庞大、渗透率提升空间明确的卒中赛道，预计 26 年底进行医保谈判，若获得医保身份则 2027 年有望凭借国谈身份入院并放量；

2）救治体系完善驱动渗透率上行：随“百万减残工程”及卒中中心建设深入，DNT 时间的缩短有效打破了“时间窗”制约，行业正处于渗透率提升的过程；

3）临床差异化竞争优势突出：PROST-2 研究证实的“疗效非劣、安全性占优”构建了坚实的竞争壁垒，更低的出血风险使其在临床推广及国产替代逻辑下具备更强准入弹性。

图表 30　普佑克具备显著优势

项目	普佑克	替奈普酶	阿替普酶	瑞替普酶	注射用重组链激酶	注射用尿激酶
90 分钟时梗塞动脉通畅程度	85%	82%	79%	83%	50%	53%
心肌梗死溶栓治疗血流分级（TIMI）3 级	60%	60%	54%	60%	32%	28%
颅内出血率	0.29%	1%-3%	0.9%-3%	0.91%	1.30%	3%
预计单次治疗费用（元）	5080	6950	10182	2798、4277	1028	270

资料来源：天士力生物招股书，华创证券

（二）在研管线：PD-L1/VEGF 及 FGF21 存在 BD 潜力

■ B1962 注射液：PD-L1/VEGF 双抗处于II期临床

PD-(L)1/VEGF 双抗突破单抗瓶颈，国内高价值 BD 密集落地。双抗推动肿瘤免疫治疗范式升级，有望成为下一代肿瘤免疫基础疗法，其中 PD-(L)1/VEGF 双抗凭借“免疫抑制+抗血管生成”协同机制，成为肿瘤创新药高景气赛道核心标的。伴随临床数据持续验证，MNC 亦重点布局该类平台型资产。目前全球超 10 款同类药物进入临床，4 款推进至 III 期，国内企业占据绝对主导地位，康方生物依沃西单抗率先国内商业化、海外合作方 Summit 已递交 FDA BLA，三生制药、荣昌生物等获高额 BD 合作。

仅供内部参考，请勿外传

图表 31 全球在研 PD-(L)1/VEGF 及 BD 情况

药品代码	靶点	研发公司/合作方	临床阶段	适应症	交易时间	交易首付款	交易总金额
PM8002（BNT327）	PD-L1/VEGF	普米斯/BioNTech/BMS	3 期临床	三阴性乳腺癌、（非）小细胞肺癌等	2023 年 11 月	0.55 亿美元	10.55 亿美元
SSGJ-707	PD-1/VEGF	三生制药/辉瑞	3 期临床	非小细胞肺癌、结直肠癌、难治性结直肠癌等	2025 年 5 月	12.5 亿美元	60.5 亿美元
SCTB14	PD-1/VEGF	神州细胞	3 期临床	非小细胞肺癌等	-	-	-
HB0025	PD-L1/VEGF	华奥泰	3 期临床	非小细胞肺癌等	-	-	-
依沃西单抗	PD-1/VEGF	康方生物/Summit	已上市	非小细胞肺癌（鳞状/非鳞状）等实体瘤	2022 年 12 月	5 亿美元	50 亿美元
					2024 年 6 月	0.7 亿美元	未公开
RC148	PD-1/VEGF	荣昌生物/艾伯维	2 期临床	非小细胞肺癌等	2026 年 1 月	6.5 亿美元	18.5 亿美元
IMM2510	PD-L1/VEGF	宜明昂科/InstilBio	2 期临床	三阴性乳腺癌、非小细胞肺癌等实体瘤	2024 年 8 月	0.5 亿美元	超 20 亿美元
JS207	PD-1/VEGF	君实生物	2 期临床	三阴性乳腺癌、非小细胞肺癌、肝细胞癌等实体瘤	-	-	-
MHB039A	PD-1/VEGF	明慧医药	2 期临床	晚期实体瘤	-	-	-
B1962	PD-L1/VEGF	天士力	2 期临床	结直肠癌等实体瘤	-	-	-
LM-299	PD-1/VEGF	礼新医药/默沙东	1/2 期临床	晚期实体瘤	2024 年 11 月	5.88 亿美元	32.88 亿美元
CVL006	PD-L1/VEGF	甫康生物	1/2 期临床	晚期实体瘤	-	-	-
HLX37	PD-L1/VEGF	复宏汉霖	1 期临床	实体瘤	-	-	-

资料来源：CPHI 制药在线，华创证券

B1962 临床推进节奏清晰，2H26 迎关键数据读出窗口。

1) 公司自台湾圆祥生技引进的 B1962 为 PD-L1/VEGF 双特异性抗体融合蛋白，系公司肿瘤领域核心布局的 1 类创新生物药，通过同步阻断 PD-1/PD-L1 与 VEGF/VEGFR 通路实现协同抗肿瘤作用。

2) B1962 目前同步开展实体瘤 IIa 期、结直肠癌 IIb 期临床研究，均处于受试者入组阶段，结合当前临床进度与分阶段分析设计，我们预计 B1962 有望于 2026 年下半年步入关键临床数据读出窗口期。

■ B1344：具备独特优势，研发进展国内领先

MASH 赛道患者基数庞大，FGF21 靶点突破肝纤维化逆转核心瓶颈。

1) MASH（代谢功能障碍相关脂肪性肝炎）与肥胖、胰岛素抵抗及代谢综合征高度相关，中国患者群体持续扩容，据 2024 版指南，我国成人 NAFLD 汇总患病率为 29.6%，反映出较大的疾病负担。

2) MASH 核心病理特征为肝脏脂肪堆积、炎症及纤维化，其中进展期肝纤维化不可逆性是临床核心痛点，尤其 F4 代偿期肝硬化阶段，此前多数治疗方案未能实现稳健组织学获益，临床需求存在空白。

仅供内部参考，请勿外传

3) FGF21 靶点凭借“代谢改善+抗纤维化”双重机制实现突破，打破晚期 MASH 肝纤维化逆转瓶颈；Efruxifermin 的IIb 期研究显示出改善 MASH 相关肝纤维化的潜力。治疗 96 周后，50 mg 组在 F2—F3 患者中实现纤维化改善≥1 级且 MASH 不恶化的比例为 49%，高于安慰剂组的 19%。

图表 32 MASH 药物纤维化改善数据对比/跨试验

药物	ZSP1601	Resmetirom	Efruxifermin	Pegozafermin	司美格鲁肽	替尔泊肽	Survodutide
机制	pan-PDE	THR-β	FGF21	FGF21	GLP-1	GLP-1/GIP	GLP-1/GCG
公司	众生药业	Madrigal	Akero/诺和诺德	89bio/罗氏	诺和诺德	礼来	BI
临床阶段	IIb	III	IIb	IIb	IIb	IIb	IIb
患者基线	F2-F3	F1-F3	F2-F3	F2-F3	F2-F3	F2-F3	F1-F3
给药时间	48 周	52 周	96 周	24 周	72 周	52 周	48 周
给药方式	口服	口服	皮下注射/每周 1 次	皮下注射/每周或 2 周 1 次	皮下注射/每周 1 次	皮下注射/每周 1 次	皮下注射/每周 1 次

资料来源：医药魔方据库，Madrigal 公司官网，华创证券

FGF21 赛道资产稀缺，重磅 BD 持续推高靶点估值。FGF21 赛道核心特征为临床价值高、后期管线稀缺、资本定价节奏快。得益于优异临床数据，赛道后期资产稀缺性凸显，2025 年以来重磅 BD 交易密集落地，受让方均为诺和诺德等跨国 MNC，且交易金额巨大。

图表 33 已达成 BD 交易的 FGF21 靶点药物

日期	收购方	被收购方	资产	靶点	收购金额/美元
2025-10-09	诺和诺德	Akero	EFX (Efruxifermin)	FGF21 类似物	52 亿
2025-09-18	Roche	89bio	Pegozafermin	FGF21 类似物	35 亿
2025-05-14	GSK	BostonPharma	Efimosfermin alfa	FGF21 长效类似物	20 亿
2023-09-26	Alfasigma	Intercept	OCA (奥贝胆酸)	FXR 激动剂	8 亿
2021-11-18	诺和诺德	Dicerna	RNAi 技术平台 (GalXC)		33 亿

资料来源：医药魔方数据库，华创证券

B1344 卡位 FGF21 赛道，预计下半年读出数据。公司 B1344（FGF21）为公司自研，依托 N 端定点 PEG 修饰实现差异化设计，半衰期约 80 小时，美国 Ia 期临床已展现良好安全性（无 SAE 及 SUSAR 发生），且观察到甘油三酯、LDL-C 降低等代谢改善信号；目前国内 Ib 期临床推进顺利，有望于 2026 年下半年读出数据。

五、化药：传统业务稳健增长，水林佳贡献增量

我们预计化药板块 26~28 年有望实现双位数增长：

1）蒂清稳中有进，水林佳为核心增长极：肝病用药需求增长快、易诞生大品种，水林佳为肝病稀缺化药，其治疗及保肝护肝属性适宜院外销售，有望受益于三九渠道战略重视快速增长；蒂清集采后价格已触底，后续预计维持稳定；

2）储备管线稳步推进：创新与改良管线聚焦罕见病、肿瘤、精神神经等高价值赛道，其中 PXT3003（CMT1A 型）已报产，PARP 抑制剂 TSL-1502、三重再摄取抑制剂 JS1-1-01 卡位细分空白领域。

仅供内部参考，请勿外传

（一）传统业务：水林佳成为新的增长极

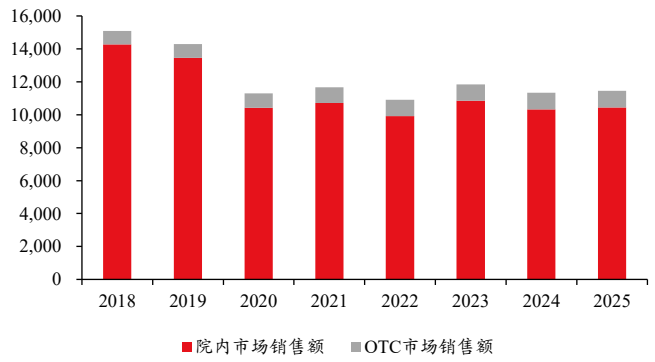
■ **水林佳：肝病专科品种，三九赋能有望释放潜力**

近年来保肝护肝药物及保健品市场稳中有增，仍有增长潜力。

1) 药品市场：2025 年我国保肝护肝药物院内市场规模 104.4 亿元、OTC 市场规模 10.1 亿元，近年来院内规模平稳、OTC 渠道稳步增长；

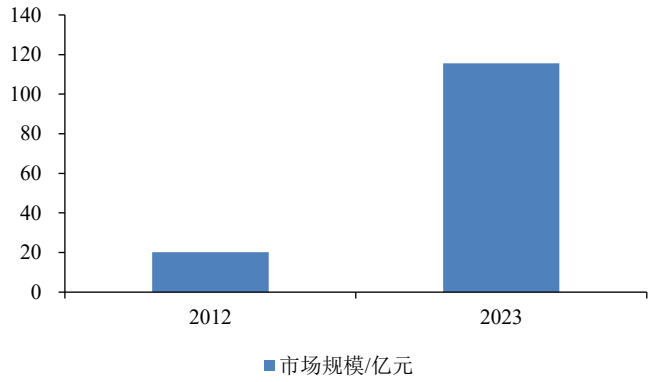
2) 保健品市场：护肝保健品市场高速扩容，据智研咨询数据，2023 年规模已达 115.6 亿元，且消费群体年轻化，充分反映出全民护肝意识的增强，我们认为未来具备明确临床治疗价值的保肝护肝药品，有望通过承接保健品市场溢出的疗效诉求从而充分受益。

图表 34 保肝护肝类药物：终端市场销售额/百万元



资料来源：中康开思，华创证券

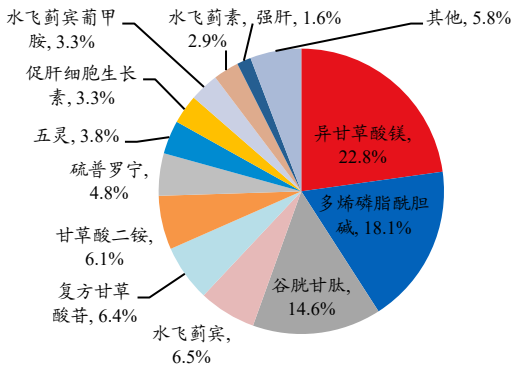
图表 35 2012-2023 年中国护肝保健品市场规模及增速



资料来源：智研咨询，华创证券

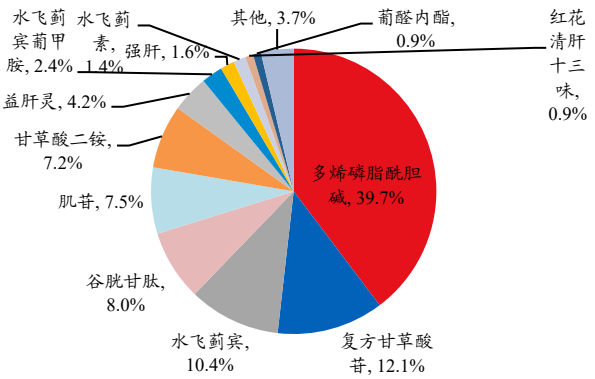
临床上保肝护肝药品主要分为四类：1）肝细胞膜修复保护剂：水飞蓟宾、多烯磷脂酰胆碱；2）解毒类：谷胱甘肽、硫普罗宁；3）抗炎类：甘草酸制剂（甘草酸二铵、异甘草酸镁）；降酶类：双环醇。按销售规模主要为异甘草酸镁（2025 年销售额 18.7 亿元，市占率 22.8%）、多烯磷脂酰胆碱（14.8 亿元，18.1%）、谷胱甘肽（11.9 亿元，14.6%）、水飞蓟（5.3 亿元，6.5%）等，OTC 市场则由多烯磷脂酰胆碱占据绝对领先（4.0 亿元，39.7%）。

图表 36 保肝护肝药品：院内市场格局（2025 年）



资料来源：中康开思，华创证券

图表 37 保肝护肝药品：OTC 市场格局（2025 年）



资料来源：中康开思，华创证券

需求与渠道双驱动，水林佳有望成为肝病大品种。

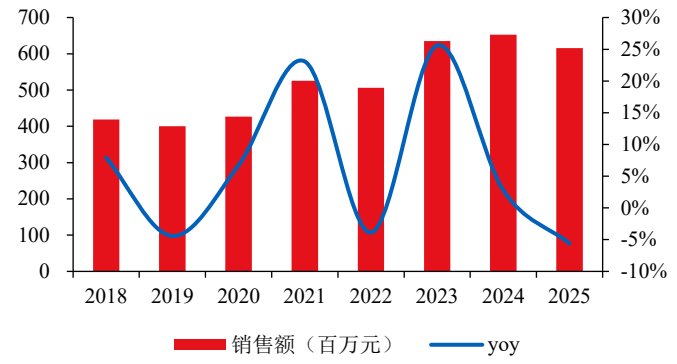
仅供内部参考，请勿外传

1) 水林佳主要成分为菊科植物水飞蓟的成熟果实中提取纯化得到的黄酮木脂素类单体化合物，具有稳定肝细胞膜、抗氧化等作用，临床用于慢性肝炎、转氨酶轻度升高等，医保品种。2018-2025 年院内销售额从 4.2 亿元增长至 6.2 亿元（CAGR 5.7%），OTC 端销售额从 0.9 亿元增至 1.1 亿元（CAGR 3.0%）；

2) 驱动之一：脂肪肝人群扩容是需求端永续增长底层逻辑。根据 Estes 等发表于《Journal of Hepatology》的疾病负担预测研究，2016 年我国非酒精性脂肪性肝病（NAFLD）患者约 2.44 亿人，预计 2030 年将增至 3.15 亿人；

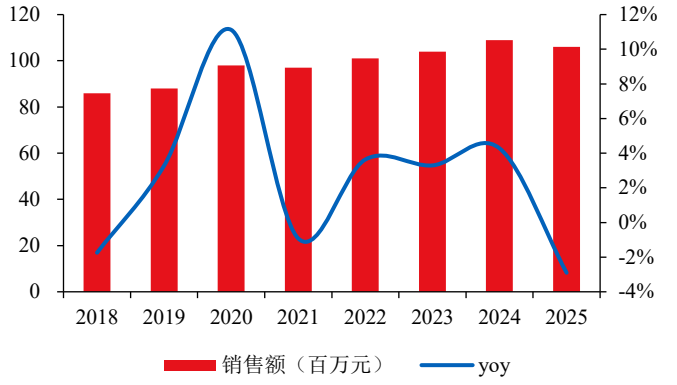
3) 驱动之二：三九渠道协同赋能。三九拥有易善复（多烯磷脂酰胆碱）的国内销售权，该产品院内销售额从 2018 年 4.6 亿增长至 2023 年 8.4 亿，依托该产品三九建设了强大的肝病专科合规销售团队和渠道网络，且易善复与水飞蓟通过不同机制共同作用于肝细胞膜的稳定，临床推广亦有一定联用潜力。我们预计三九的学术能力+零售渠道整合红利有望拉动水林佳成为肝病专科一线品种。

图表 38 水林佳：院内销售额



资料来源：中康开思，华创证券

图表 39 水林佳：OTC 销售额

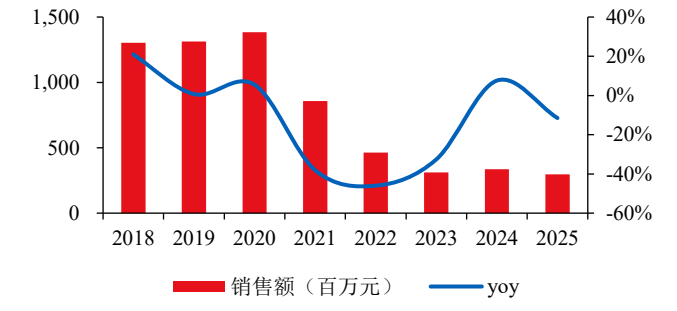


资料来源：中康开思，华创证券

■ 蒂清：集采风险出清，后续有望稳健

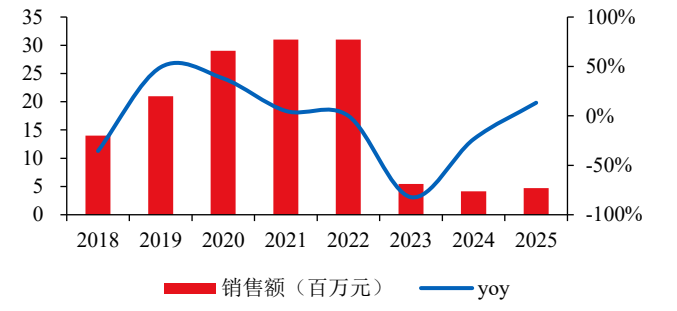
蒂清是天士力化药核心肿瘤品种，作为脑胶质瘤口服核心用药纳入标准治疗方案。2020 年其销售峰值约 14 亿元，历经 2021 年集采中标、2022 年续约两次降价，2025 年院内销售额 3.0 亿元，同比-11.5%，我们预计未来有望保持平稳。

图表 40 蒂清：院内销售额



资料来源：中康开思，华创证券

图表 41 蒂清：OTC 销售额



资料来源：中康开思，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

（二）创新管线：聚焦高价值赛道

天士力化药创新管线精准卡位罕见病、肿瘤、精神神经三大高价值赛道，以 PXT3003、PARP 抑制剂、JS1-1-01 抗抑郁药为核心，其中 PXT3003 已报产。

1、PXT3003：罕见病赛道品种，有望短期兑现

PXT3003 是天士力布局腓骨肌萎缩症（CMT）领域的 2.3 类化学创新药，聚焦国内尚无有效治疗手段的高度未满足临床需求，卡位稀缺的罕见病神经肌肉疾病赛道。2017 年启动在华研产销，III期临床已完成受试者出组，全球试验展现出良好的安全性与显著疗效。

2025 年 4 月，公司向 CDE 递交该药 2.3 类新药上市申请，申报基于国内完成的III期临床数据。作为罕见病品种，其定价与医保可参照罕见病逻辑，单患者价值较高，还可与华润体系内神经类品种协同，实现科室端集中推广，该药上市也彰显天士力在罕见病领域的创新布局。

2、JS1-1-01：1 类抗抑郁创新药，市场大格局优

JS1-1-01 是天士力研发的 1 类抗抑郁创新药，目前处于 II 期临床阶段，为公司精神类管线从仿制药向高价值创新药升级的核心品种。该药为全新结构的 5-羟色胺-去甲肾上腺素-多巴胺三重再摄取抑制剂，可促进 BDNF 分泌发挥抗抑郁作用，临床前数据显示其疗效、起效时间优于传统抗抑郁药且安全性良好。

六、投资建议及估值

（一）收入拆分及盈利假设

2026-2028 年，预计公司主要业绩增长点为：

1）复方丹参滴丸、芪参益气滴丸等核心大品种持续放量，筑牢业绩基本盘；

2）现有产品二次开发新适应症落地+新品上市，形成新增量增长点；

3）华润入主后对 OTC 渠道的赋能加持，推动该板块增速进一步提升。

随着收入增长，规模效应逐步体现，公司营销费用率、管理费用率有望小幅下降，带动净利率提升，综合来看，我们预计利润端增速高于收入增速。

图表 42 天士力：收入拆分及预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入/百万元	8,498	8,236	8,527	9,405	10,338
yoy	-2.0%	-3.1%	3.5%	10.3%	9.9%
毛利率	67.1%	66.9%	67.4%	67.8%	68.1%
中药	6,024	5,853	6,036	6,515	7,027
yoy	0.9%	-2.8%	3.1%	7.9%	7.8%
化药及原料药	1,358	1,338	1,503	1,691	1,902
yoy	7.8%	-1.5%	12.4%	12.5%	12.5%

仅供内部参考，请勿外传

生物药	192	191	211	421	632
yoy	1.1%	0.0%	10.0%	100.0%	50.0%
医药商业	895	766	727	727	727
yoy	-26.4%	-14.4%	-5.0%	0.0%	0.0%
其他	30	89	50	50	50
yoy	-20.9%	198.9%	-43.9%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，华创证券预测

（二）可比公司估值

我们选取以岭药业、康缘药业、方盛制药作为可比公司（公司与可比公司均为具备创新中药研发能力的综合性中成药企业），其 26 年平均 PE 估值为 16.5 倍，基于公司业绩成长性及三九赋能等因素，我们给予公司 26 年 20 倍目标 PE，目标价 17.2 元。

图表 43 可比公司估值

证券简称	证券代码	收盘价（元）	2025	2026E	2027E	2028E
以岭药业	002603.SZ	15.39	20.0x	17.1x	14.8x	12.7x
方盛制药	603998.SH	10.31	14.8x	12.4x	10.3x	8.6x
康缘药业	600557.SH	12.22	22.8x	19.9x	17.9x	16.0x
平均值			19.2x	16.5x	14.3x	12.4x

资料来源：wind、华创证券；（注：可比公司 2025-2028 年盈利预测采用 Wind 一致预期；股价为 2026 年 10 月 13 日收盘价）

（三）首次覆盖重点推荐

我们预计公司 2026-2028 年营业总收入分别为 85.3/94.1/103.4 亿元，同比增长 3.5%/10.3%/9.9%；归母净利润分别为 12.8/14.9/17.1 亿元，同比分别增长 16%/16%/15%，对应 EPS 分别为 0.86/0.99/1.14 元。根据可比公司估值法，参考可比公司 2026E 平均 PE 16.5 倍，基于公司业绩成长性及三九赋能等因素，我们给予公司 2026 年 20x PE，目标价 17.2 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险提示

1. 新适应症或新产品获批不及预期风险。公司持续推进现有产品新适应症拓展及创新产品研发，相关项目需经历临床试验、注册申报及监管审批等环节，研发周期较长且存在一定不确定性。若临床试验结果未达到预期、研发进度延迟，或注册审评审批进度慢于预期，可能导致新适应症或新产品上市时间推迟甚至研发失败，从而影响公司中长期产品梯队建设及业绩增长。

2. 市场推广不及预期风险。新产品及新适应症获批后仍需经历市场准入、渠道覆盖、医生及患者教育等商业化过程，实际放量速度受到产品疗效及安全性、市场竞争格局、渠道覆盖能力和终端认可度等多重因素影响。若公司市场推广进度、终端覆盖或产品认可度不及预期，可能导致相关产品销售放量慢于预期，进而影响公司收入及利润增长。

3. 政策变动风险。医药行业受政策影响较大，医保目录调整、医保支付方式改革、药

仅供内部参考，请勿外传

品集中采购、医疗服务价格改革及行业监管政策等均可能对药品价格、终端使用及企业盈利能力产生影响。若未来相关政策发生超预期变化，导致公司核心产品价格下降、终端使用受限或销售费用投入增加，可能对公司产品销售及盈利能力产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,436	3,376	4,093	4,651
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,118	875	963	1,119
预付账款	58	63	67	73
存货	1,427	1,553	1,744	1,871
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,191	3,415	3,493	3,838
流动资产合计	8,230	9,282	10,361	11,551
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1,054	1,054	1,054	1,054
固定资产	3,053	2,968	2,846	2,741
在建工程	322	322	322	322
无形资产	794	848	893	955
其他非流动资产	1,886	1,872	1,873	1,874
非流动资产合计	7,110	7,064	6,988	6,946
资产合计	**15,340**	**16,346**	**17,349**	**18,497**
短期借款	1,116	1,116	1,116	1,116
应付票据	47	156	140	154
应付账款	330	425	438	468
预收款项	2	3	3	3
合同负债	47	49	54	60
其他应付款	209	209	209	209
一年内到期的非流动负债	55	55	55	55
其他流动负债	502	499	556	579
流动负债合计	2,308	2,512	2,571	2,644
长期借款	217	260	299	340
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	267	267	267	267
非流动负债合计	484	527	566	607
负债合计	**2,792**	**3,039**	**3,137**	**3,250**
归属母公司所有者权益	12,404	13,222	14,170	15,254
少数股东权益	143	85	43	-8
所有者权益合计	**12,548**	**13,307**	**14,213**	**15,246**
负债和股东权益	**15,340**	**16,346**	**17,349**	**18,497**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**1,425**	**1,742**	**1,706**	**1,694**
现金收益	1,503	1,702	1,882	2,077
存货影响	285	-126	-191	-126
经营性应收影响	-226	345	16	-53
经营性应付影响	-123	204	-2	44
其他影响	-14	-383	2	-247
投资活动现金流	**-446**	**-425**	**-367**	**-389**
资本支出	-576	-439	-386	-409
股权投资	255	0	0	0
其他长期资产变化	-125	14	19	20
融资活动现金流	**-370**	**623**	**-622**	**-748**
借款增加	-201	43	38	41
股利及利息支付	-636	-580	-659	-748
股东融资	0	0	0	0
其他影响	467	1,159	-1	-41

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**8,236**	**8,527**	**9,405**	**10,338**
营业成本	2,730	2,781	3,032	3,297
税金及附加	134	131	144	160
销售费用	2,972	3,034	3,318	3,627
管理费用	334	295	316	295
研发费用	686	667	736	837
财务费用	-23	0	-7	-15
信用减值损失	-34	-34	-34	-34
资产减值损失	-108	-108	-108	-108
公允价值变动收益	194	194	194	194
投资收益	-183	-183	-183	-183
其他收益	74	74	74	74
营业利润	**1,355**	**1,569**	**1,817**	**2,088**
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	16	16	16	16
利润总额	**1,345**	**1,559**	**1,807**	**2,078**
所得税	284	329	381	439
净利润	**1,061**	**1,230**	**1,426**	**1,639**
少数股东损益	-44	-51	-59	-67
归属母公司净利润	**1,105**	**1,281**	**1,485**	**1,707**
NOPLAT	1,043	1,231	1,420	1,628
EPS(摊薄)（元）	0.74	0.86	0.99	1.14

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-3.1%	3.5%	10.3%	9.9%
EBIT 增长率	26.7%	18.0%	15.4%	14.6%
归母净利润增长率	15.6%	15.9%	15.9%	15.0%
获利能力				
毛利率	66.9%	67.4%	67.8%	68.1%
净利率	12.9%	14.4%	15.2%	15.9%
ROE	8.9%	9.7%	10.5%	11.2%
ROIC	15.7%	15.2%	16.3%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	18.2%	18.6%	18.1%	17.6%
债务权益比	13.2%	12.8%	12.2%	11.7%
流动比率	3.6	3.7	4.0	4.4
速动比率	2.9	3.1	3.4	3.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转天数	41	42	35	36
应付账款周转天数	49	49	51	49
存货周转天数	207	193	196	197
每股指标(元)				
每股收益	0.74	0.86	0.99	1.14
每股经营现金流	0.95	1.17	1.14	1.13
每股净资产	8.30	8.85	9.48	10.21
估值比率				
P/E	21	18	16	14
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14	12	11	10

资料来源：公司公告，华创证券预测

仅供内部参考，请勿外传

医药组团队介绍

研究所所长助理、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

中科院有机化学博士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

医疗器械组组长、资深分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士，2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名，2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

药品产业链和医疗服务小组组长、高级分析师：王宏雨

复旦大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

高级分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：张良龙

复旦大学生物化学与分子生物学硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

分析师：陈俊威

悉尼大学会计学和商业分析硕士，2023 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：段江瑶

伦敦大学学院细胞生物学硕士，2024 年加入华创证券研究所。2024 年证券时报·新财富最佳分析师第五名，2025 年证券时报·新财富最佳分析师第四名。

助理研究员：苍泓宇

清华大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

仅供内部参考，请勿外传

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

人在草木间

仅供内部参考，请勿外传

	郭有渔	销售助理		guoyouyu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

仅供内部参考，请勿外传

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522