

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

西藏药业(600211)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@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

新活素量价稳定，外延并购打造全新增长点

2026年3月13日

事件：西藏药业发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 29.82 亿元，同比增长 6.23%；实现归母净利润 9.38 亿元，同比下降 10.78%，主要是由于政府补贴减少所致；实现扣非净利润 8.71 亿元，同比增长 1.48%；实现经营性现金流 10.05 亿，同比增长 1%。2026 年公司收入预算目标 33 亿元，成本费用率控制在 75% 以内（不构成业绩承诺）。

点评：

➤ **大品种新活素量价稳定，有望持续贡献稳定现金流。**

从收入拆分来看，注射用重组人脑利钠肽（新活素）销售占年度销售收入的 86.02%；单硝酸异山梨酯缓释片（依姆多）销售占销售收入的 4.23%；其他品种占年度销售收入的 9.75%。2025 年公司业绩表现稳定，主要得益于大品种注射用重组人脑利钠肽（新活素）量价稳定。从销量来看，2025 年新活素销量 734.59 万支，同比增长 4.82%；从价格来看，2025 年 12 月国家医保目录更新，注射用重组人脑利钠肽（新活素）持续被纳入医保目录，并被调整至常规目录，后续不需要再进行谈判，价格有望保持稳定。二线品种方面，2025 年单硝酸异山梨酯缓释片（依姆多）销量 1,066.81 万盒，同比增长 31.46%，诺迪康胶囊销量 6,458.04 万粒，同比增长 146.31%，成为收入增长的重要贡献。

➤ **持续稳定高分红，股息率 4% 左右。**

2025 年全年公司拟合计派发现金红利 5.63 亿元，分红比例达到 60%，这是公司连续 3 年保持 60% 左右分红比例，参考 2026 年 3 月 13 日收盘价，对应股息率约 4% 左右。截至 2025 年底，公司货币资金余额 23.27 亿元，交易性金融资产余额 11.23 亿元，两者合计约 34.50 亿元，过去 3 年公司经营性现金流累计净流入约 30 亿元，我们认为公司现金储备丰富，现金流稳定，未来具备持续稳定高分红能力。

➤ **积极寻求并购转型，“一参一控”打造全新增长点。**

公司积极谋求战略转型，2025 年先后完成参股晨泰医药和控股锐正基因两大并购交易，致力于构建短期、中期、长期相结合的产品管线组合，旨在打破对单一产品的依赖。1) 通过参股晨泰医药，公司获得 1 类创新药佐利替尼的国内商业化权利，该产品 2024 年 11 月获批上市，2025 年 12 月纳入国家医保目录，有望短期内贡献业绩增量；2) 通过控股锐正基因，公司成功进入基因编辑治疗前沿领域，获得 ART001 和 ART002 等早期研发管线，有望为长期成长性奠定基础。

1) 佐利替尼：全世界首款专门面向伴中枢神经系统（CNS）转移的晚期非小细胞肺癌（NSCLC）开展注册临床试验并取得显著成果的药物，具备 100% 透过血脑屏障的能力。III 期临床试验 EVEREST 结果发表在《Cell Press》期刊上，临床结果显示，佐利替尼比对照组的位 PFS

显著延长 (9.6 个月 vs6.9 个月), 颅内疗效同样显著, 佐利替尼比对照组的中位颅内 PFS 显著延长 (15.2 个月 vs8.3 个月)。

2) ART001: 靶向 TTR 基因, 适应症为转甲状腺素蛋白淀粉样变性, 包括 ATTR-PN (多发性神经病) 和 ATTR-CR (心肌病)。2025 年 5 月, ART001 完成 IIT 研究, 有效性方面, ART001 单次给药 72 周后, 高剂量组受试者的外周 TTR 蛋白较基线平均下降稳定在 90% 以上, 个体下降最高可达 95%; 安全性方面, 所有患者均未出现输注相关反应, 未发现 1 级以上的肝酶升高, 且无任何 DLT 及 SAE 发生, 72 周随访未观察到任何延迟性不良事件。

3) ART002: 靶向 PCSK9, 适应症为杂合子家族性高胆固醇血症 (HeFH), 2025 年 4 月, ART002 完成 IIT 研究所有超高水平的低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C) 基线 (>6mM) 受试者的 24 周随访, 有效性方面, 患者 LDL-C 浓度平均降幅 56%, 个体最高降幅 70%, 中高剂量组患者血浆 PCSK9 蛋白平均较基线下降近 90%; 安全性方面, ART002 所有剂量组均未观察到剂量限制性毒性事件或其他任何需要关注的不良事件, 显示出卓越的安全性。

- **盈利预测:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 32.99 亿元、35.98 亿元、38.73 亿元, 归母净利润分别为 9.98 亿元、10.61 亿元、11.15 亿元, EPS (摊薄) 分别为 3.10 元、3.29 元、3.46 元, 对应 PE 估值分别为 14.15 倍、13.31 倍、12.67 倍。
- **风险因素:** 医药行业政策变动风险; 过度依赖单一品种风险; 外延并购不确定性风险; 研发管线失败的风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	2,807	2,982	3,299	3,598	3,873
增长率 YoY %	-10.5%	6.2%	10.7%	9.1%	7.6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,051	938	998	1,061	1,115
增长率 YoY%	31.3%	-10.8%	6.4%	6.3%	5.1%
毛利率%	94.2%	94.2%	92.6%	91.0%	90.0%
净资产收益率ROE%	26.8%	24.7%	25.0%	24.0%	22.9%
EPS(摊薄)(元)	3.26	2.91	3.10	3.29	3.46
市盈率 P/E(倍)	13.43	15.06	14.15	13.31	12.67
市净率 P/B(倍)	3.60	3.72	3.53	3.19	2.90

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 13 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	3,570	4,637	5,085	5,780	6,460	
货币资金	1,648	2,327	2,594	3,111	3,632	
应收票据	33	83	92	100	108	
应收账款	527	694	768	838	902	
预付账款	11	16	23	30	37	
存货	134	181	255	333	399	
其他	1,216	1,335	1,352	1,367	1,382	
非流动资产	1,177	1,630	1,653	1,664	1,664	
长期股权投资	87	372	372	372	372	
固定资产(合计)	604	615	663	697	717	
无形资产	184	301	287	273	257	
其他	303	343	331	323	319	
资产总计	4,747	6,267	6,738	7,445	8,124	
流动负债	767	1,640	1,968	2,310	2,607	
短期借款	272	800	800	800	800	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	25	39	56	73	88	
其他	469	801	1,112	1,437	1,718	
非流动负债	29	490	490	490	490	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	29	490	490	490	490	
负债合计	795	2,130	2,458	2,800	3,097	
少数股东权益	34	339	283	222	159	
归属母公司股东权益	3,918	3,798	3,998	4,422	4,868	
负债和股东权益	4,747	6,267	6,738	7,445	8,124	

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	2,807	2,982	3,299	3,598	3,873	
同比(%)	-10.5%	6.2%	10.7%	9.1%	7.6%	
归属母公司净利润	1,051	938	998	1,061	1,115	
同比(%)	31.3%	-10.8%	6.4%	6.3%	5.1%	
毛利率(%)	94.2%	94.2%	92.6%	91.0%	90.0%	
ROE%	26.8%	24.7%	25.0%	24.0%	22.9%	
EPS(摊薄)(元)	3.26	2.91	3.10	3.29	3.46	
P/E	13.43	15.06	14.15	13.31	12.67	
P/B	3.60	3.72	3.53	3.19	2.90	
EV/EBITDA	8.84	11.59	11.20	10.06	9.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	2,807	2,982	3,299	3,598	3,873	
营业成本	162	172	246	322	389	
营业税金及附加	37	38	42	46	49	
销售费用	1,562	1,644	1,798	1,943	2,091	
管理费用	122	129	135	140	143	
研发费用	29	74	148	162	174	
财务费用	-47	-69	-71	-76	-86	
减值损失合计	0	-5	-3	-3	-3	
投资净收益	15	7	8	9	10	
其他	204	48	66	72	78	
营业利润	1,160	1,044	1,072	1,139	1,197	
营业外收支	-8	-3	-3	-3	-3	
利润总额	1,152	1,041	1,069	1,136	1,194	
所得税	95	124	127	135	142	
净利润	1,057	917	942	1,001	1,052	
少数股东损益	6	-21	-57	-60	-63	
归属母公司净利润	1,051	938	998	1,061	1,115	
EBITDA	1,191	1,051	1,100	1,174	1,232	
EPS(当年)(元)	3.26	2.91	3.10	3.29	3.46	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	995	1,005	1,202	1,289	1,324	
净利润	1,057	917	942	1,001	1,052	
折旧摊销	76	80	102	114	125	
财务费用	-18	7	16	16	16	
投资损失	-15	-8	-8	-9	-10	
营运资金变动	-85	-13	144	161	134	
其它	-19	22	6	6	6	
投资活动现金流	354	-589	-120	-119	-118	
资本支出	-35	-16	-128	-128	-128	
长期投资	368	-758	0	0	0	
其他	21	184	8	9	10	
筹资活动现金流	-733	-123	-793	-653	-685	
吸收投资	1	0	0	0	0	
借款	-228	528	0	0	0	
支付利息或股息	-506	-615	-615	-653	-685	
现金流净增加额	624	271	267	517	520	

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。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，6年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

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。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。