

天士力(600535)

报告日期: 2025 年 04 月 29 日

## 业绩符合预期, 期待三九赋能

### ——天士力 2025 年一季报点评

#### 投资要点

- **事件:** 天士力发布 2025 年一季报, 一季度实现营收 20.55 亿元(同比+0.30%), 归母净利润 3.14 亿元(同比+6.47%), 扣非归母净利润 2.36 亿元(同比-19.54%)。
- **2025Q1 医药工业营收同比略有增长, 我们预计随着复方丹参滴丸集采降价省份相继动态联动, 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, 2025 年医药工业增速有望实现逐季度改善。** 2025Q1 医药工业/医药商业分别实现营收 18.42/2.02 亿元, 同比+1.83%/-10.96%; 考虑到零售端增长乏力、商业毛利率同比+2.65pct, 我们认为医药商业下滑较大主要系零售客流量下滑及整改低毛利药店所致。医药工业中, 心脑血管/抗肿瘤/感冒发烧/肝病治疗/其他分别实现营收 13.19/0.53/1.11/1.52/2.06 亿元, 同比+0.92%/-3.35%/-1.55%/+6.53%/+8.08%。
- **2025Q1 扣非归母净利润略有承压, 主要系复方丹参滴丸集采扩面和加大营销推广所致, 我们看好公司集采影响逐步出清后的国企改革成效逐步显现, 未来 2-3 年的业绩弹性值得期待。** 2025Q1 主营业务毛利率/销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 66.62%/35.23%/3.84%/9.88%, 同比-0.59/+1.40/+0.29/+0.15pct; 扣非归母净利率为 11.50%, 同比-2.83pct。在此基础上, 2025Q1 公司应收账款与应收票据的周转天数为 38.35 天, 虽然环比 2024Q4 提升 7.25 天, 但相比同行业依旧处于较低水平。
- **深入推进创新研发, 三九赋能推动高质量发展。** 公司拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线, 包含 33 款 1 类创新药; 27 款处于临床试验阶段, 22 款(含 17 款创新中药)正在临床 II、III 期阶段。安神滴丸和普佑克急性缺血性脑卒中适应症已提交生产申请。2025Q1 华润三九控股天士力的过户登记手续完成, 未来双方将相互赋能, 让公司创新优势更加凸显, 现代中药研发龙头地位更加巩固; 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。
- **维持“买入”评级。** 预计 2025-2027 年归母净利润 11.65/14.11/16.77 亿元, 同比增长 21.87%/21.13%/18.87%, EPS 为 0.78/0.94/1.12 元, 对应 PE19.04x/15.72x/13.22x。考虑到公司具有较强的品牌力和研发实力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 研发创新风险、政策调整风险、成本波动风险

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8498	9043	9914	10847
(+/-) (%)	-2.03%	6.41%	9.63%	9.41%
归母净利润	956	1165	1411	1677
(+/-) (%)	-10.78%	21.87%	21.13%	18.87%
每股收益(元)	0.64	0.78	0.94	1.12
P/E	23.20	19.04	15.72	13.22

资料来源: wind, 公司财报, 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

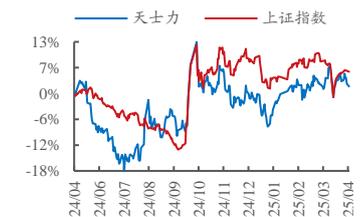
分析师: 吴天昊  
执业证书号: S1230523120004  
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行  
执业证书号: S1230524050003  
dingjianxing@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 14.84
总市值(百万元)	22,170.22
总股本(百万股)	1,493.95

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《工业超预期, 三九入主在即》 2025.02.26
- 2 《业绩略有承压, 明年轻装上阵》 2024.10.27
- 3 《业绩符合预期, 看好华润赋能》 2024.08.25

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>7,311</b>	<b>7,587</b>	<b>8,108</b>	<b>8,791</b>
现金	2,994	3,080	3,469	3,993
交易性金融资产	525	413	469	441
应收账款	780	941	1,054	1,174
其它应收款	23	18	23	24
预付账款	62	67	70	75
存货	1,712	1,726	1,744	1,774
其他	1,215	1,342	1,279	1,310
<b>非流动资产</b>	<b>7,666</b>	<b>7,662</b>	<b>7,382</b>	<b>7,092</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1,309	1,398	1,315	1,294
固定资产	3,232	3,183	3,127	3,062
无形资产	604	600	615	612
在建工程	222	232	240	246
其他	2,298	2,248	2,087	1,877
<b>资产总计</b>	<b>14,976</b>	<b>15,249</b>	<b>15,490</b>	<b>15,882</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,350</b>	<b>2,427</b>	<b>2,424</b>	<b>2,429</b>
短期借款	700	711	705	708
应付款项	607	593	602	588
预收账款	66	69	76	83
其他	977	1,054	1,041	1,049
<b>非流动负债</b>	<b>515</b>	<b>506</b>	<b>505</b>	<b>509</b>
长期借款	254	254	254	254
其他	262	252	251	255
<b>负债合计</b>	<b>2,865</b>	<b>2,932</b>	<b>2,929</b>	<b>2,937</b>
少数股东权益	208	220	248	300
归属母公司股东权益	11,903	12,097	12,312	12,645
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,976</b>	<b>15,249</b>	<b>15,490</b>	<b>15,882</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,015</b>	<b>1,251</b>	<b>1,616</b>	<b>1,810</b>
净利润	859	1,176	1,439	1,729
折旧摊销	502	265	275	283
财务费用	(25)	49	45	38
投资损失	84	4	(50)	(100)
营运资金变动	78	(191)	(111)	(118)
其它	516	(52)	17	(22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(941)</b>	<b>(99)</b>	<b>(9)</b>	<b>108</b>
资本支出	89	(168)	(168)	(168)
长期投资	106	(89)	84	20
其他	(1,136)	158	76	255
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,454)</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(1,218)</b>	<b>(1,394)</b>
短期借款	(24)	12	(6)	3
长期借款	(1,160)	0	0	0
其他	(1,270)	(1,076)	(1,212)	(1,397)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,380)</b>	<b>86</b>	<b>389</b>	<b>524</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>8,498</b>	<b>9,043</b>	<b>9,914</b>	<b>10,847</b>
营业成本	2,792	2,877	3,059	3,285
营业税金及附加	126	134	147	161
营业费用	2,988	3,346	3,678	4,035
管理费用	345	389	416	445
研发费用	830	877	892	955
财务费用	(25)	49	45	38
资产减值损失	232	90	50	11
公允价值变动损益	(129)	81	22	28
投资净收益	(84)	(4)	50	100
其他经营收益	80	87	83	83
<b>营业利润</b>	<b>1,076</b>	<b>1,445</b>	<b>1,782</b>	<b>2,129</b>
营业外收支	(7)	(7)	(7)	(7)
<b>利润总额</b>	<b>1,069</b>	<b>1,438</b>	<b>1,775</b>	<b>2,122</b>
所得税	210	261	335	393
<b>净利润</b>	<b>859</b>	<b>1,176</b>	<b>1,439</b>	<b>1,729</b>
少数股东损益	(97)	12	29	52
<b>归属母公司净利润</b>	<b>956</b>	<b>1,165</b>	<b>1,411</b>	<b>1,677</b>
EBITDA	1,576	1,746	2,089	2,438
EPS (最新摊薄)	0.64	0.78	0.94	1.12

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-2.03%	6.41%	9.63%	9.41%
营业利润	-12.38%	34.29%	23.33%	19.50%
归属母公司净利润	-10.78%	21.87%	21.13%	18.87%
<b>获利能力</b>				
毛利率	67.14%	68.18%	69.14%	69.72%
净利率	10.11%	13.01%	14.52%	15.94%
ROE	7.71%	9.53%	11.34%	13.15%
ROIC	6.37%	8.83%	10.55%	12.30%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.13%	19.23%	18.91%	18.49%
净负债比率	55.42%	52.62%	53.44%	52.91%
流动比率	3.11	3.13	3.34	3.62
速动比率	2.38	2.42	2.63	2.89
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.60	0.65	0.69
应收账款周转率	11.58	10.46	9.72	9.50
应付账款周转率	6.47	6.77	7.24	8.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.64	0.78	0.94	1.12
每股经营现金	1.35	0.84	1.08	1.21
每股净资产	7.97	8.10	8.24	8.46
<b>估值比率</b>				
P/E	23.20	19.04	15.72	13.22
P/B	1.86	1.83	1.80	1.75
EV/EBITDA	12.65	11.75	9.63	8.06

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>