

天士力 (600535.SH)

2025H1 利润端稳健增长，优化研发布局提升竞争力

2025 年 08 月 17 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

巢舒然（联系人）

yuruyi@kysec.cn

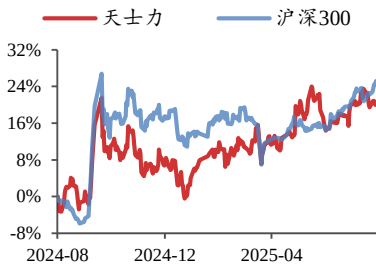
chaoshuran@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790123110015

日期	2025/8/15
当前股价(元)	16.18
一年最高最低(元)	17.77/13.35
总市值(亿元)	241.72
流通市值(亿元)	241.72
总股本(亿股)	14.94
流通股本(亿股)	14.94
近 3 个月换手率(%)	58.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《管线创新稳步推进，中药研发龙头地位持续巩固—公司信息更新报告》-2025.2.26

《前三季度业绩相对承压，心脑血管板块延续增长态势—公司信息更新报告》-2024.10.29

《2024H1 业绩表现相对平稳，管线创新稳健推进—公司信息更新报告》-2024.8.26

● 费用管控良好，归母净利润稳健提升，维持“买入”评级

公司 2025H1 实现营收 42.88 亿元（同比-1.91%，下文皆为同比口径）；归母净利润 7.75 亿元（+16.97%）；扣非归母净利润 6.40 亿元（-12.87%）。从盈利能力来看，2025H1 毛利率为 67.37%（-0.08pct），净利率为 18.42%（+3.48pct）。从费用端来看，2025H1 销售费用率为 35.56%（+1.95pct）；管理费用率为 3.49%（+0.03pct）；研发费用率为 8.00%（-0.47pct）；财务费用率为-0.18%（-0.15pct）。我们看好公司创新研发管线持续推进带来的潜在成长空间，维持 2025-2027 年归母净利润预测，预计为 11.83/13.06/14.55 亿元，EPS 为 0.79/0.87/0.97 元/股，当前股价对应 PE 分别为 20.4/18.5/16.6 倍，维持“买入”评级。

● 医药工业板块营收小幅下降，多领域产品销售向好

分产品来看，医药工业板块营收 38.79 亿元（-0.45%）、医药商业板块营收 3.86 亿元（-14.88%）。分治疗领域来看，心血管及代谢营收 21.10 亿元（-2.98%）、神经/精神营收 7.67 亿元（+0.56%）、消化营收 5.21 亿元（+8.58%）、其他类营收 4.80 亿元（+0.42%），整体来看药品销售呈现较稳健的增长态势。

● 围绕“疾病树”和“产品树”创新策略，优化研发布局提升竞争力

公司围绕“疾病树”和“产品树”创新策略，聚焦心血管与代谢、神经/精神、消化等疾病领域，优化产品研发布局。**心血管及代谢领域**，在研项目 26 项（创新药 10 项），其中青术颗粒 III 期、芪参益气滴丸治疗糖尿病肾脏疾病/慢性心力衰竭 II 期完成全部受试者出组；**神经/精神领域**，在研管线 16 项（创新药 7 项），其中 1.1 类创新药 JS1-1-01 中美双报均已获批临床（国内已完成 II 期临床研究），普佑克急性缺血性脑卒中适应症已完成 CDE 审评会，脂肪间充质基质细胞注射液正在开展 I 期临床研究；**消化领域**，在研管线 13 项（创新药 6 项），其中针对 MASH 布局的 B1344 注射液已进入临床 Ib 期，PD-L1/VEGF 双抗实体瘤适应症 IIa 期、结直肠癌适应症 IIb 期临床顺利入组中。

● 风险提示：政策变化风险，产品研发进展不及预期，原料价格波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,674	8,498	8,827	9,381	9,977
YOY(%)	0.4	-2.0	3.9	6.3	6.3
归母净利润(百万元)	1,071	956	1,183	1,306	1,455
YOY(%)	505.3	-10.8	23.8	10.4	11.5
毛利率(%)	66.8	67.1	67.0	67.1	67.3
净利率(%)	12.3	11.2	13.4	13.9	14.6
ROE(%)	8.0	7.1	9.3	9.6	9.5
EPS(摊薄/元)	0.72	0.64	0.79	0.87	0.97
P/E(倍)	22.6	25.3	20.4	18.5	16.6
P/B(倍)	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8733	7311	8337	9168	10729
现金	4451	2994	3407	4708	5533
应收票据及应收账款	688	780	1213	698	1239
其他应收款	11	23	13	25	15
预付账款	66	62	71	70	79
存货	1748	1712	1894	1926	2122
其他流动资产	1769	1740	1740	1740	1740
非流动资产	7982	7666	7245	6948	6680
长期投资	1415	1309	1130	936	748
固定资产	3389	3232	3076	2991	2885
无形资产	2027	2050	2039	2068	2116
其他非流动资产	1151	1074	1000	952	931
资产总计	16714	14976	15582	16115	17409
流动负债	2370	2350	2137	1845	2223
短期借款	723	700	700	700	700
应付票据及应付账款	573	607	818	665	879
其他流动负债	1074	1043	620	481	644
非流动负债	1655	515	421	351	286
长期借款	1414	254	159	89	24
其他非流动负债	241	262	262	262	262
负债合计	4024	2865	2558	2196	2508
少数股东权益	322	208	237	270	229
股本	1500	1494	1494	1494	1494
资本公积	958	459	459	459	459
留存收益	9929	9898	10731	11652	12623
归属母公司股东权益	12368	11903	12787	13649	14671
负债和股东权益	16714	14976	15582	16115	17409

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2576	2015	1366	1931	1436
净利润	1017	859	1212	1339	1414
折旧摊销	516	502	397	421	427
财务费用	-19	-25	-41	-69	-103
投资损失	111	84	51	66	60
营运资金变动	627	218	-250	175	-362
其他经营现金流	324	376	-3	-2	-0
投资活动现金流	-2109	-941	-16	-185	-215
资本支出	669	565	155	317	347
长期投资	-134	-288	179	194	188
其他投资现金流	-1306	-88	-39	-62	-56
筹资活动现金流	-1196	-2454	-936	-445	-395
短期借款	539	-24	0	0	0
长期借款	38	-1160	-95	-70	-65
普通股增加	0	-6	0	0	0
资本公积增加	-498	-499	0	0	0
其他筹资现金流	-1274	-765	-842	-375	-330
现金净增加额	-731	-1380	414	1300	826

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8674	8498	8827	9381	9977
营业成本	2880	2792	2910	3083	3267
营业税金及附加	129	126	132	141	149
营业费用	2984	2988	3173	3342	3579
管理费用	342	345	371	385	439
研发费用	917	830	883	938	998
财务费用	-19	-25	-41	-69	-103
资产减值损失	-5	-232	0	0	0
其他收益	83	78	82	85	82
公允价值变动收益	-172	-129	0	0	0
投资净收益	-111	-84	-51	-66	-60
资产处置收益	0	2	12	4	5
营业利润	1228	1076	1434	1583	1671
营业外收入	3	14	6	7	7
营业外支出	10	22	14	14	15
利润总额	1221	1069	1426	1575	1663
所得税	204	210	214	236	250
净利润	1017	859	1212	1339	1414
少数股东损益	-54	-97	29	33	-41
归属母公司净利润	1071	956	1183	1306	1455
EBITDA	1741	1541	1776	1921	1981
EPS(元)	0.72	0.64	0.79	0.87	0.97

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.4	-2.0	3.9	6.3	6.3
营业利润(%)	867.0	-12.4	33.2	10.4	5.6
归属于母公司净利润(%)	505.3	-10.8	23.8	10.4	11.5
获利能力					
毛利率(%)	66.8	67.1	67.0	67.1	67.3
净利率(%)	12.3	11.2	13.4	13.9	14.6
ROE(%)	8.0	7.1	9.3	9.6	9.5
ROIC(%)	6.7	6.1	8.4	8.7	8.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	19.1	16.4	13.6	14.4
净负债比率(%)	-12.9	-10.0	-17.7	-26.4	-30.6
流动比率	3.7	3.1	3.9	5.0	4.8
速动比率	2.9	2.3	3.0	3.9	3.8
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	11.0	11.6	8.9	9.8	10.3
应付账款周转率	5.5	6.5	5.7	5.8	5.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.64	0.79	0.87	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.35	0.91	1.29	0.96
每股净资产(最新摊薄)	8.28	7.97	8.56	9.14	9.82
估值比率					
P/E	22.6	25.3	20.4	18.5	16.6
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.0	14.7	12.2	10.5	9.7

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn