

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

天士力(600535)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

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

## 华润融合顺利推进，创新研发价值重估

2025年08月19日

**事件:** 2025年8月15日，公司发布《2025年半年度报告》。2025年H1公司实现营业收入42.88亿元，同比下降1.91%；实现归母净利润7.75亿元，同比增长16.97%；实现扣非归母净利润6.40亿元，同比下降12.87%。单季度来看，2025年Q2公司实现营业收入22.33亿元，同比下降3.86%；实现归母净利润4.60亿元，同比增长25.41%；实现扣非归母净利润4.04亿元，同比下降8.43%。

**点评:**

### ➤ 医药工业保持平稳，重新调整产品分类。

2025年H1公司医药工业实现营业收入38.79亿元，同比基本持平；公司医药商业实现营业收入3.86亿元，同比下滑14.88%。2025年H1公司重新调整产品分类方式，不再区分中药、化学药、生物药，按照治疗领域划分为心血管及代谢、神经/精神、消化、其他适应症，更符合公司未来的发展战略。2025年H1心血管及代谢实现营业收入21.20亿元，同比下降2.98%；神经/精神实现营业收入7.67亿元，同比增长0.56%；消化实现营业收入5.21亿元，同比增长8.58%；其他适应症实现营业收入4.80亿元，同比增长0.42%。2025年H1公司归母净利润和扣非净利润存在较大差异，主要是由于公允价值变动为0.77亿元，而2024年H1同期公允价值变动为-0.88亿元，我们推测主要是公司持有金融资产价格波动所致。

### ➤ 华润融合顺利推进，有望带来积极变革。

2025年3月27日，随着华润三九收购过户完成，公司实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下一员。公司迅速推动与华润三九的“百日融合”工作：1) 在运营管理方面，公司积极落实华润管理理念，加强财务、人力资源、EHSQ及大监督体系的融合，开展“焕新增效”等系列组织优化活动，优化运营管控模式，提升管理效率；2) 在战略规划方面，公司高效组织管理层与华润三九管理层进行多次战略融合研讨，通过洞察行业变化趋势，并结合公司实际情况，启动了“十五五”战略规划的制订工作；3) 在渠道拓展方面，公司与华润三九健康消费品(CHC)业务开展了充分协同，借助华润三九药品零售连锁(KA)平台，公司与头部连锁药店深化战略合作关系，并选取代表性产品入驻三九旗舰店，与华润三九在产品打造、数据共享等各方面开展了深入合作。展望2025年下半年，公司将全面推进与华润三九的首年融合工作，从“价值重塑”、“业务重塑”、“组织重塑”和“精神重塑”四个维度系统化升级管理体系。我们认为，华润三九是国内健康消费品领域的龙头，具备行业领先的渠道资源和品牌能力，作为华润系央企，同时具备富有远见的战略规划和市场化的经营思路，目前双方融合顺利推进，有望给天士力带来积极变革。

➤ **研发管线储备丰富，有望迎来价值重估。**

公司持续加大研发创新力度，推进“疾病树”和“产品树”的创新战略落地，聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域，新增立项 8 项，截至 2025 年中报，公司拥有在研管线项目 83 项，其中创新药 31 项。2025 年上半年公司启动临床研究项目 7 项，累计处于临床试验阶段项目 29 项，其中处于 II、III 期阶段项目 21 项。一方面，公司通过推进现代中药创制全国重点实验室建设，加快推进创新中药研发进程；另一方面，公司重点布局 CGT、抗体药物等生物药，目前公司已获得人脐带间充质干细胞注射液、脂肪间充质基质细胞注射液、双靶点 CAR-T 细胞注射液 3 项临床批件，其中脂肪间充质基质细胞注射液是全球首款基于基质细胞原理获批美国 IND 的治疗产品；PD-L1/VEGF 双抗的实体瘤适应症 IIa 期、结直肠癌适应症 IIb 期临床试验正在顺利入组中；培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液临床试验已进入 Ib 期。我们认为，本次中报公司首次详细阐述“疾病树”和“产品树”的战略布局，清晰梳理公司研发管线储备及相关进展，市场对于公司创新中药领域的布局相对熟悉，对于创新生物药领域的布局关注度相对较低，研发管线尚未得到充分定价，有望实现价值重估。

➤ **盈利预测：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 86.60 亿元、93.24 亿元、100.81 亿元，归母净利润分别为 11.96 亿元、13.31 亿元、14.84 亿元，EPS（摊薄）分别为 0.80 元、0.89 元、0.99 元，对应 PE 估值分别为 21.29 倍、19.13 倍、17.17 倍。

➤ **风险因素：**华润三九融合不及预期的风险；研发管线失败的风险；医药行业集采降价的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,674	8,498	8,660	9,324	10,081
增长率 YoY %	0.4%	-2.0%	1.9%	7.7%	8.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1,071	956	1,196	1,331	1,484
增长率 YoY%	505.3%	-10.8%	25.2%	11.3%	11.5%
毛利率%	66.8%	67.1%	67.6%	67.8%	67.9%
净资产收益率ROE%	8.7%	8.0%	9.4%	9.7%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.64	0.80	0.89	0.99
市盈率 P/E(倍)	23.78	26.66	21.29	19.13	17.17
市净率 P/B(倍)	2.06	2.14	1.99	1.85	1.71

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 8 月 18 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	8,733	7,311	8,049	9,052	10,209	
货币资金	4,451	2,994	3,805	4,572	5,455	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	688	780	712	757	810	
预付账款	66	62	56	60	65	
存货	1,748	1,712	1,635	1,677	1,735	
其他	1,781	1,763	1,841	1,986	2,144	
<b>非流动资产</b>	7,982	7,666	7,678	7,612	7,500	
长期股权投资	1,415	1,309	1,309	1,309	1,309	
固定资产(合计)	3,389	3,232	3,290	3,286	3,227	
无形资产	574	604	623	637	648	
其他	2,604	2,520	2,456	2,379	2,316	
<b>资产总计</b>	16,714	14,976	15,727	16,664	17,709	
<b>流动负债</b>	2,370	2,350	2,449	2,525	2,611	
短期借款	723	700	700	700	700	
应付票据	129	188	195	209	224	
应付账款	444	419	421	451	485	
其他	1,074	1,043	1,134	1,166	1,202	
<b>非流动负债</b>	1,655	515	395	395	395	
长期借款	1,414	254	134	134	134	
其他	241	262	262	262	262	
<b>负债合计</b>	4,024	2,865	2,845	2,921	3,006	
少数股东权益	322	208	99	-22	-157	
归属母公司股东权益	12,368	11,903	12,783	13,765	14,860	
<b>负债和股东权益</b>	16,714	14,976	15,727	16,664	17,709	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	8,674	8,498	8,660	9,324	10,081	
同比(%)	0.4%	-2.0%	1.9%	7.7%	8.1%	
归属母公司净利润	1,071	956	1,196	1,331	1,484	
同比(%)	505.3%	-10.8%	25.2%	11.3%	11.5%	
毛利率(%)	66.8%	67.1%	67.6%	67.8%	67.9%	
ROE%	8.7%	8.0%	9.4%	9.7%	10.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.72	0.64	0.80	0.89	0.99	
P/E	23.78	26.66	21.29	19.13	17.17	
P/B	2.06	2.14	1.99	1.85	1.71	
EV/EBITDA	11.86	10.24	12.65	11.11	9.68	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业总收入</b>	8,674	8,498	8,660	9,324	10,081	
营业成本	2,880	2,792	2,806	3,007	3,232	
营业税金及附加	129	126	139	149	161	
销售费用	2,984	2,988	3,118	3,357	3,629	
管理费用	342	345	346	373	403	
研发费用	917	830	866	914	968	
财务费用	-19	-25	-19	-33	-44	
减值损失合计	-5	-232	-80	-80	-80	
<b>投资净收益</b>	-111	-84	-87	-93	-101	
其他	-97	-49	127	133	141	
<b>营业利润</b>	1,228	1,076	1,364	1,518	1,691	
营业外收支	-7	-7	-5	-5	-5	
<b>利润总额</b>	1,221	1,069	1,359	1,513	1,686	
所得税	204	210	272	303	337	
<b>净利润</b>	1,017	859	1,087	1,210	1,349	
少数股东损益	-54	-97	-109	-121	-135	
<b>归属母公司净利润</b>	1,071	956	1,196	1,331	1,484	
EBITDA	2,008	1,979	1,841	2,026	2,233	
EPS(当年)(元)	0.72	0.64	0.80	0.89	0.99	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	2,576	2,015	1,800	1,718	1,882	
净利润	1,017	859	1,087	1,210	1,349	
折旧摊销	516	502	500	546	592	
财务费用	47	5	26	24	24	
投资损失	99	69	87	93	101	
营运资金变动	694	218	59	-201	-228	
其它	202	360	40	45	45	
<b>投资活动现金流</b>	-2,109	-941	-599	-578	-586	
资本支出	-668	-537	-541	-485	-485	
长期投资	-134	-288	0	0	0	
其他	-1,307	-116	-59	-93	-101	
<b>筹资活动现金流</b>	-1,196	-2,454	-388	-373	-413	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	576	-1,184	-120	0	0	
支付利息或股息	-563	-1,050	-340	-373	-413	
<b>现金流净增加额</b>	-731	-1,380	812	766	883	

## 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**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5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。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

**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。

**赵丹**，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

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