

加强创新成果转化， 协同加深赋能经营

核心观点

整体来看，公司在行业外部环境及基数因素扰动下，H1 收入基本保持平稳，主业利润短期承压，业绩符合我们此前预期；看好降价影响逐步弱化后，下半年经营企稳向好。目前公司持续加大研发创新力度，提升研发质量，加速现代中药创新与转化。盈利能力保持稳定，经营质量健康。展望下半年：1) 研发：聚焦三大核心疾病领域，持续优化研发管线。2) 渠道：坚持学术引领及品牌打造，加速与三九的市场协同。3) 关注资产重组进展：重点做好“十五五”战略规划工作，双方加快在产品、渠道、终端、及品牌建设等方面的协同，看好后续协同加深赋能公司长期经营。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8月15日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 42.88 亿元，同比下滑 1.91%；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 16.97%；扣非后净利润 6.40 亿元，同比下滑 12.87%；实现每股收益 0.52 元，业绩符合我们此前预期。

简评

主营业务平稳增长，业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,674	8,498	8,672	9,066	9,503
YoY(%)	0.9	-2.0	2.1	4.5	4.8
净利润(百万元)	1,071	956	1,106	1,206	1,330
YoY(%)	517.5	-10.8	15.7	9.0	10.3
毛利率(%)	66.8	67.1	68.0	68.6	69.4
净利率(%)	12.3	11.2	12.8	13.3	14.0
ROE(%)	8.7	8.0	8.7	8.9	9.2
EPS(摊薄/元)	0.72	0.64	0.74	0.81	0.89
P/E(倍)	23.8	26.7	23.0	21.1	19.1
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：iFinD，中信建投证券

天士力 (600535.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 08 月 24 日

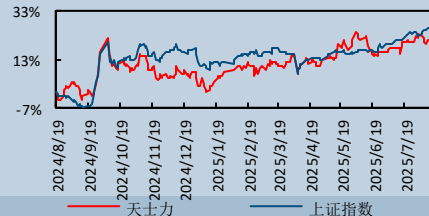
当前股价：17.05 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.44/-0.56	5.57/-5.13	21.96/-7.51
12 月最高/最低价 (元)		17.05/13.51
总股本 (万股)		149,395.00
流通 A 股 (万股)		149,395.00
总市值 (亿元)		254.72
流通市值 (亿元)		254.72
近 3 月日均成交量 (万)		1460.00
主要股东		
华润三九医药股份有限公司		28.00%

股价表现



2025 年 H1，公司实现营业收入 42.88 亿元，同比下滑 1.91%，扣非后净利润 6.40 亿元，同比下滑 12.87%，主业经营基本延续了 Q1 经营趋势；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 16.97%，表观利润实现较好增长。2025 年 Q2 单季，公司实现营业收入 22.33 亿元，同比下滑 3.86%，收入端在核心医药板块带动下基本保持平稳，商业板块持续承压；扣非后净利润 4.04 亿元，同比下滑 8.43%，主业利润出现下滑主要受到丹滴价格调整影响；归母净利润 4.60 亿元，同比增长 25.41%，表观利润实现增长主要由于资产处置及金融资产产生的公允价值变动产生的收益较去年同期增加。

2025 年 H1 分板块来看：**1) 医药工业板块：**实现营收 38.79 亿元，同比下滑 0.45%，毛利率为 71.11%，同比下降 0.70 个百分点，主要受到丹滴价格调整影响；其中三大核心治疗领域心血管及代谢、神经/精神、消化分别实现营收 21.10 亿元（-2.98%）、7.67 亿元（+0.56%）、5.21 亿元（+8.58%），心血管及代谢品类在核心产品价格调整影响下增速略有放缓、神经/精神品类基本保持平稳、消化品类实现稳健增长。**2) 医药商业板块：**实现营收 3.86 亿，同比下滑 14.88%，收入端受到外部环境持续承压，毛利率为 31.71%，同比增加 0.04 个百分点，盈利能力基本保持稳定。整体来看，公司在行业外部环境及基数因素扰动下，H1 收入增长保持平稳，主业利润短期承压，业绩符合我们此前预期；看好降价影响逐步弱化后，25 年经营企稳向好。

展望下半年：持续优化研发管线，加速与三九的市场协同

1) 研发方面：聚焦三大核心疾病领域，持续优化研发管线。展望下半年，建议重点关注：**①心血管及代谢：**加快青术颗粒、香橘乳癖宁胶囊等临床 III 期研究；芪参益气滴丸增加心衰适应症提交 EOP2 沟通交流；推进中药经典名方温经汤获得药品注册批件。**②神经/精神：**重点推进普佑克脑梗适应症获得药品注册批件；安神滴丸完成 CDE 技术审评；PXT3003 准备现场核查与 CDE 审评会；抗抑郁 JS1-1-01 提交 EOP2 沟通交流；酒石酸匹莫范色林胶囊完成临床 III 期入组。**③消化：**B1962 完成 IIa 期和 IIb 期第一阶段受试者入组；CMI2402 获得临床批件；加快推进肠康颗粒、连夏消痞颗粒等临床 III 期研究。其他领域，CMI2109 获得临床批件；加快推进安体威颗粒、脊痛宁片、苏苏小儿止咳颗粒、三黄睛视明丸等临床 III 期研究。核心品种指南和专家共识进入将推进临床研究及成果转化，有望持续带来增量贡献。

2) 渠道方面：坚持学术引领及品牌打造，加速与三九的市场协同。展望下半年，公司将加速与华润三九产品的市场协同，加强与华润体系内的资源及渠道合作，通过内外融合，充分整合资源、发挥优势，实现产品深度覆盖，赋能长期销售增长。**①针对复方丹参滴丸、养血清脑系列等成熟品种：**比如丹滴将以糖网病适应症为切入点，打造其为治疗糖网病变的一线中药，持续拓展新客户，提升产品市场渗透率，持续带来增长空间；**②芪参益气滴丸、普佑克、水林佳等成长期产品：**整合资源实现销量快速增长；**③芍麻止痉颗粒、坤心宁等导入期产品：**加大资源投入，全面提高终端覆盖。

3) 关注资产重组进展：华润入主协同发展可期。目前双方战略融合工作推进顺利，已经顺利完成“百日融合”工作，已经在研发、营销、生产等方面陆续取得经营成果。展望下半年，公司将全面推进与华润三九的首年融合工作，从四个重塑的维度系统化升级管理体系，重点做好“十五五”战略规划工作，加快在产品、渠道、终端、及品牌建设等方面的协同，看好后续协同加深赋能公司长期经营。

盈利能力稳定，经营质量健康

2025 年 H1，公司综合毛利率为 67.73%，同比减少 0.08 个百分点，在核心产品降价压力下盈利能力基本保持稳定；销售费用率为 35.56%，同比增加 1.95pp，推测主要由于去年同期公司费用投入较少；管理费用率为 3.49%，同比增加 0.03pp，基本保持稳定；研发费用率为 8.00%，同比减少 0.47pp，基本保持稳定；经营活动产生的现金

流量净额同比下滑 10.95%；投资活动产生的现金流量净额同比增长 53.02%，主要由于赎回理财金额高于上年同期以及收到转让永泰生物可转债款项所致；筹资活动产生的现金流量净额同比增长 87.34%，主要由于筹资净额高于上年同期所致。其它财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

展望未来，公司将围绕心血管及代谢、神经/精神、消化三大疾病领域，不断进行研发管线创新，积极拓展新适应症，随着公司加速推广丹滴糖网适应症、创新产品陆续获批上市以及生物药普佑克的新适应症进展，预计公司未来主业业绩有望继续保持平稳增长。我们预计 2025-2027 年，公司营收分别为 86.72、90.66 和 95.03 亿元，分别同比增长 2.1%、4.5%和 4.8%；归母净利润分别为 11.06、12.06 和 13.30 亿元，分别同比增长 15.7%、9.0%和 10.3%。折合 EPS 分别为 0.74 元/股、0.81 元/股和 0.89 元/股，对应 PE 为 23.0x、21.1x 和 19.1x，维持“买入”评级。

风险分析

1) 产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2) 产品降价风险（省际集采联盟导致产品降价超预期）：集采导致的产品降价以及医院端市场份额直接减少，进而将会直接影响公司整体经营情况和利润水平；3) 原材料及动力成本涨价风险：中药种植周期较长，公司所需原料价格波动将会导致成本上升，进而影响公司整体利润；4) 中药政策环境不稳定：目前中药相关大环境并未完全稳定，日后若有相关政策出台可能导致市场较为混乱进而影响公司经营状况。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖药店、医药流通板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk