

业绩符合预期，加强创新驱动

天士力 2025 年中报点评

核心观点

- 业绩符合预期，医药工业相对稳健。**公司发布 2025 年中报，2025 年上半年实现营业收入 42.9 亿元，同比减少 1.9%；扣非归母净利润 6.4 亿元，同比减少 12.9%。收入端有所承压，主要是零售渠道阶段性调整导致医药商业板块影响较大，医药工业板块仍表现出一定韧性，上半年公司医药工业实现收入 38.8 亿元，同比下降 0.5%；医药商业收入 3.9 亿元，同比下降 14.9%。
- 华润三九完成入主，管理效率有望提高。**25 年 3 月，华润三九完成公司过户登记手续，公司实际控制人变更为中国华润有限公司，同时经华润三九推荐，公司董事会完成高管团队的聘任。未来公司有望与华润三九双向赋能，夯实中长期增长力。公司推动与华润三九的“百日融合”工作，同时启动“十五五”战略规划的制订工作，未来运营管控模式将得到优化，提升管理效率。
- 研发管线加快推进，聚焦创新产品布局。**公司持续加大研发创新力度，目前拥有在研管线项目 83 项，其中创新药 31 项，主要聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域。公司除了加快推进创新中药研发进程外，也重点布局了 CGT、抗体药物等生物药。目前脂肪间充质基质细胞注射液已获得临床批件，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。

盈利预测与投资建议

- 我们维持盈利预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.75、0.89、0.95 元，参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2025 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 21.00 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧风险；兼并整合风险；政策监管风险；原材料价格风险；商誉减值风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,674	8,498	9,069	9,723	10,248
同比增长(%)	0.4%	-2.0%	6.7%	7.2%	5.4%
营业利润(百万元)	1,228	1,076	1,280	1,551	1,685
同比增长(%)	867.0%	-12.4%	19.0%	21.1%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,071	956	1,124	1,325	1,423
同比增长(%)	505.3%	-10.8%	17.6%	17.9%	7.4%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95
毛利率(%)	66.8%	67.1%	66.5%	66.6%	66.7%
净利率(%)	12.3%	11.2%	12.4%	13.6%	13.9%
净资产收益率(%)	8.6%	7.9%	9.1%	9.9%	9.7%
市盈率	24.0	26.9	22.9	19.4	18.1
市净率	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025 年 08 月 26 日)	17.22 元
目标价格	21.00 元
52 周最高价/最低价	17.69/13 元
总股本/流通 A 股 (万股)	149,395/149,395
A 股市值 (百万元)	25,726
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 08 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.92	6.36	9.19	29.6
相对表现%	-6.35	-1.53	-6.16	-4.34
沪深 300%	5.43	7.89	15.35	33.94



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524020001 香港证监会牌照: BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860524020003

相关报告

业绩稳健，期待华润协同	2025-04-03
华润有望赋能，管线有序推进	2024-08-27
盈利能力稳定增长，中药创新能力领先	2024-03-27

图 1：可比公司估值（截止 2025.8.26）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益(元)					市盈率			
		2025/8/26	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
昆药集团	600422	14.89	0.86	0.93	1.10	1.31	17.39	16.07	13.50	11.40	
江中药业	600750	22.40	1.24	1.40	1.57	1.77	18.05	16.06	14.29	12.64	
以岭药业	002603	16.48	(0.43)	0.74	0.87	1.00	(38.00)	22.28	18.96	16.49	
云南白药	000538	57.83	2.66	2.92	3.21	3.50	21.73	19.79	18.04	16.53	
恒瑞医药	600276	65.30	0.95	1.18	1.35	1.57	68.40	55.30	48.44	41.56	
众生药业	002317	22.31	(0.35)	0.37	0.45	0.56	(63.38)	60.67	49.23	40.00	
	调整后平均						4.79	28.36	24.93	21.41	

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,451	2,994	5,189	6,374	7,834	营业收入	8,674	8,498	9,069	9,723	10,248
应收票据、账款及款项融资	2,131	1,966	831	852	926	营业成本	2,880	2,792	3,038	3,245	3,415
预付账款	66	62	72	74	78	销售费用	2,984	2,988	3,172	3,269	3,410
存货	1,748	1,712	1,733	1,936	2,026	管理费用	342	345	363	389	410
其他	338	577	550	549	553	研发费用	917	830	889	963	1,025
流动资产合计	8,733	7,311	8,375	9,785	11,417	财务费用	(19)	(25)	58	42	30
长期股权投资	1,415	1,309	1,309	1,309	1,309	资产、信用减值损失	13	232	20	20	20
固定资产	3,389	3,232	3,246	3,220	3,161	公允价值变动收益	(172)	(129)	(100)	(100)	(100)
在建工程	154	222	177	148	130	投资净收益	(111)	(84)	(80)	(80)	(80)
无形资产	574	604	554	503	453	其他	(46)	(46)	(69)	(64)	(75)
其他	2,450	2,298	2,184	2,246	2,232	营业利润	1,228	1,076	1,280	1,551	1,685
非流动资产合计	7,982	7,666	7,470	7,427	7,286	营业外收入	3	14	2	2	2
资产总计	16,714	14,976	15,845	17,212	18,703	营业外支出	10	22	5	12	13
短期借款	723	700	700	700	700	利润总额	1,221	1,069	1,277	1,541	1,674
应付票据及应付账款	573	607	660	705	742	所得税	204	210	153	216	251
其他	1,074	1,043	1,073	1,058	1,076	净利润	1,017	859	1,124	1,325	1,423
流动负债合计	2,370	2,350	2,433	2,463	2,518	少数股东损益	(54)	(97)	0	0	0
长期借款	1,414	254	266	279	291	归属于母公司净利润	1,071	956	1,124	1,325	1,423
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95
其他	241	262	262	262	262						
非流动负债合计	1,655	515	528	540	553	主要财务比率					
负债合计	4,024	2,865	2,961	3,003	3,071		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	322	208	208	208	208	成长能力					
实收资本(或股本)	1,500	1,494	1,494	1,494	1,494	营业收入	0.4%	-2.0%	6.7%	7.2%	5.4%
资本公积	852	459	459	459	459	营业利润	867.0%	-12.4%	19.0%	21.1%	8.7%
留存收益	9,929	9,898	10,723	12,048	13,471	归属于母公司净利润	505.3%	-10.8%	17.6%	17.9%	7.4%
其他	88	52	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	12,690	12,111	12,884	14,209	15,632	毛利率	66.8%	67.1%	66.5%	66.6%	66.7%
负债和股东权益总计	16,714	14,976	15,845	17,212	18,703	净利率	12.3%	11.2%	12.4%	13.6%	13.9%
						ROE	8.6%	7.9%	9.1%	9.9%	9.7%
						ROIC	6.7%	5.8%	8.4%	9.0%	8.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	24.1%	19.1%	18.7%	17.4%	16.4%
净利润	1,017	859	1,124	1,325	1,423	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	421	361	343	365	379	流动比率	3.69	3.11	3.44	3.97	4.53
财务费用	(19)	(25)	58	42	30	速动比率	2.94	2.38	2.73	3.19	3.73
投资损失	111	84	80	80	80	营运能力					
营运资金变动	728	106	1,190	(195)	(118)	应收账款周转率	11.0	11.6	11.3	11.6	11.5
其它	318	629	48	100	100	存货周转率	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7
经营活动现金流	2,576	2,015	2,842	1,718	1,894	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	(358)	(245)	(251)	(251)	(251)	每股指标(元)					
长期投资	(389)	106	0	0	0	每股收益	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95
其他	(1,361)	(802)	(52)	(251)	(167)	每股经营现金流	1.72	1.35	1.90	1.15	1.27
投资活动现金流	(2,109)	(941)	(303)	(502)	(418)	每股净资产	8.28	7.97	8.49	9.37	10.32
债权融资	29	(1,047)	13	13	13	估值比率					
股权融资	(498)	(399)	0	0	0	市盈率	24.0	26.9	22.9	19.4	18.1
其他	(727)	(1,008)	(357)	(42)	(30)	市净率	2.1	2.2	2.0	1.8	1.7
筹资活动现金流	(1,196)	(2,454)	(344)	(30)	(17)	EV/EBITDA	14.0	16.2	13.6	11.7	10.9
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.9	21.8	17.1	14.4	13.3
现金净增加额	(731)	(1,380)	2,195	1,186	1,459						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。