

天士力 (600535.SH)

增持 (维持)

顺利完成“百日融合”，盈利能力稳步提升

2025 年上半年，公司实现营业收入 42.88 亿元，同比下降 1.91%；归母净利润 7.75 亿元，同比增长 16.97%；扣非归母净利润 6.40 亿元，同比下降 12.87%。其中 2025 年 Q2，公司实现营业收入 22.33 亿元，同比下降 3.86%；归母净利润 4.60 亿元，同比增长 25.41%；扣非归母净利润 4.04 亿元，同比下降 8.43%。

□ 净利润率提升，公告 40% 中期分红率。2025 年 H1 公司整体毛利率为 67.37%，同比微降 0.08pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 35.56%/3.49%/8.00%，同比+1.94/+0.03/-0.47pct；净利率 18.42%，同比增长 3.48pct。上半年公司拟每 10 股派发 2.1 元（含税）的现金红利，占公司 2025 年半年度合并报表归属于上市公司股东净利润的 40.50%。2025 年上半年公司医药工业板块实现营业收入 38.8 亿元，同比下降 0.45%。中药板块顺利消化复方丹参滴丸同期医保降价影响，复方丹参滴丸销量实现稳步上升，芪参益气滴丸、水林佳和芍麻止痉颗粒等二线产品呈现快速增长。

□ 与华润三九“百日融合”完成，协同赋能助力营销。2025H1 公司顺利完成与控股股东华润三九的“百日融合”，稳步推进与华润三九的业务协同和相互赋能。依托三九在营销领域的线上线下渠道资源，构建以产品价值为驱动的营销推广模式，借助三九 CHC 和处方药领域的终端市场和营销网络优势，预计下半年能实现医药商业板块的提振，拓展 KA 大客户，重点产品入驻三九旗舰店，开展多元化创新营销活动，加速提升线下大连锁及线上平台的覆盖。

□ 加大研发力度，创新管线价值凸显。作为行业内领先的中药创新企业，公司持续推进“产品树”和“疾病树”创新战略落地，截至上半年有在研管线 83 项其中创新药 31 项。一方面，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，重点布局 CGT、抗体药物等生物药，PDL1/VEGF 双抗实体瘤适应症正在 II a 临床阶段，B1344 注射液完成美国 I a 临床试验，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。

□ 维持“增持”投资评级。一方面我们看好公司与华润三九渠道和管理协同带来的盈利能力提升潜力，另一方面研发管线价值将逐步得到释放。预计 2025-2027 年归母净利润为 11.9/13.6/15.1 亿元，同比增长 24.3%/14.8%/10.8%，对应 PE 为 21/18/17 倍。

□ 风险提示：行业政策、研发失败、市场推广及中药材成本和供应风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8674	8498	8684	9094	9596
同比增长	1%	-2%	2%	5%	6%
营业利润(百万元)	1228	1076	1331	1516	1677
同比增长	-903%	-12%	24%	14%	11%
归母净利润(百万元)	1071	956	1188	1364	1511
同比增长	-518%	-11%	24%	15%	11%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.79	0.91	1.01
PE	23.3	26.1	21.0	18.3	16.5
PB	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值：NA

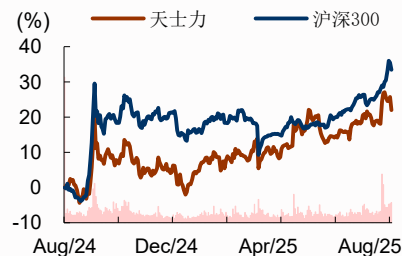
当前股价：16.72 元

基础数据

总股本(百万股)	1494
已上市流通股(百万股)	1494
总市值(十亿元)	25.0
流通市值(十亿元)	25.0
每股净资产(MRQ)	8.3
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	18.4%
主要股东	华润三九医药股份有限公司
主要股东持股比例	28.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	20	32
相对表现	-2	7	-2



相关报告

- 1、《天士力 (600535) 一进入华润体系，创新中药龙头迈入新发展阶段》
2025-03-13

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8733	7311	7609	8660	10028
现金	4451	2994	3000	3787	4857
交易性投资	301	525	600	700	800
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	688	780	868	909	960
其它应收款	11	23	17	18	19
存货	1748	1712	1757	1815	1884
其他	1534	1277	1366	1430	1508
非流动资产	7982	7666	7411	7156	6935
长期股权投资	1415	1309	1309	1309	1309
固定资产	3389	3232	3096	2978	2876
无形资产商誉	2042	2050	1845	1660	1494
其他	1135	1074	1161	1208	1255
资产总计	16714	14976	15021	15815	16962
流动负债	2370	2350	2018	1833	1921
短期借款	723	700	999	750	770
应付账款	573	607	573	592	615
预收账款	155	134	143	148	154
其他	918	910	302	343	383
长期负债	1655	515	515	515	515
长期借款	1414	254	254	254	254
其他	241	262	262	262	262
负债合计	4024	2865	2534	2348	2436
股本	1500	1494	1494	1494	1494
资本公积金	852	459	459	459	459
留存收益	10017	9950	10346	11354	12456
少数股东权益	322	208	188	160	117
归属于母公司所有者权益	12368	11903	12299	13307	14409
负债及权益合计	16714	14976	15021	15815	16962

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2576	2015	1458	1682	1732
净利润	1017	859	1068	1226	1358
折旧摊销	435	502	636	596	562
财务费用	47	5	(22)	(21)	(38)
投资收益	99	69	(10)	(20)	(20)
营运资金变动	962	581	(213)	(100)	(130)
其它	16	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(2109)	(941)	(346)	(311)	(311)
资本支出	(669)	(565)	(291)	(291)	(291)
其他投资	(1440)	(376)	(56)	(20)	(20)
筹资活动现金流	(1196)	(2454)	(1105)	(584)	(351)
借款变动	(339)	(1113)	(335)	(249)	20
普通股增加	0	(6)	0	0	0
资本公积增加	(369)	(393)	0	0	0
股利分配	(495)	(988)	(792)	(356)	(409)
其他	7	46	22	21	38
现金净增加额	(729)	(1380)	6	787	1070

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8674	8498	8684	9094	9596
营业成本	2880	2792	2866	2960	3073
营业税金及附加	129	126	129	135	142
营业费用	2984	2988	3057	3192	3359
管理费用	342	345	365	373	393
研发费用	917	830	868	909	960
财务费用	(19)	(25)	(22)	(21)	(38)
资产减值损失	(13)	(230)	(100)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(172)	(129)	50	20	20
其他收益	83	78	50	50	50
投资收益	(111)	(84)	(90)	(50)	(50)
营业利润	1228	1076	1331	1516	1677
营业外收入	3	14	5	6	7
营业外支出	10	22	11	12	13
利润总额	1221	1069	1325	1510	1671
所得税	204	210	257	284	313
少数股东损益	(54)	(97)	(120)	(138)	(153)
归属于母公司净利润	1071	956	1188	1364	1511

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-2%	2%	5%	6%
营业利润	-903%	-12%	24%	14%	11%
归母净利润	-518%	-11%	24%	15%	11%
获利能力					
毛利率	66.8%	67.1%	67.0%	67.4%	68.0%
净利率	12.3%	11.2%	13.7%	15.0%	15.7%
ROE	8.6%	7.9%	9.8%	10.7%	10.9%
ROIC	6.8%	5.9%	7.8%	8.7%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	19.1%	16.9%	14.8%	14.4%
净负债比率	15.9%	10.6%	8.3%	6.3%	6.0%
流动比率	3.7	3.1	3.8	4.7	5.2
速动比率	2.9	2.4	2.9	3.7	4.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	11.0	11.6	10.5	10.2	10.3
应付账款周转率	4.0	4.7	4.9	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.64	0.79	0.91	1.01
每股经营净现金	1.72	1.35	0.98	1.13	1.16
每股净资产	8.28	7.97	8.23	8.91	9.64
每股股利	0.33	0.53	0.24	0.27	0.30
估值比率					
PE	23.3	26.1	21.0	18.3	16.5
PB	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	16.1	17.0	13.1	12.2	11.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。