



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 14 日

基础数据

09 月 12 日收盘价（元）	16.25
总市值（亿元）	242.77
总股本（亿股）	14.94

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】天士力：2024 年经营稳健，期待华润入主强强联合-2025.02.27

【兴证医药】天士力：三季度业绩略有承压，期待后续轻装上阵-2024.11.08

分析师：黄翰漾

S0190519020002

huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

S0190515090001

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005

dongxiaojie@xyzq.com.cn

天士力(600535.SH)

2025 年上半年业绩符合预期，创新研发稳步推进

投资要点：

- **2025 年上半年公司经营稳健，业绩符合预期。**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%，经营活动产生的现金流量净额 7.90 亿元，同比下降 10.95%。2025 年 Q2 单季度公司实现营业收入 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%。公司 2025 年半年度拟派发现金红利约 3.14 亿元（含税），占公司 2025 年上半年归母净利润的 40.50%。
- **核心产品业绩稳健，学术推广强化产品临床价值。**2025 年上半年公司医药工业实现营业收入 38.79 亿元，同比下降 0.45%，毛利率 71.11%，同比下降 0.70pct。其中，心血管及代谢领域实现营业收入 21.10 亿元，同比下降 2.98%，毛利率 78.79%，同比下降 0.49pct，复方丹参滴丸克服了较去年同期医保价格下降的影响，销量稳步上升，营收小幅下降；神经/精神领域实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 0.56%，毛利率 51.22%，同比下降 1.79pct；消化领域实现营业收入 5.21 亿元，同比增长 8.58%，毛利率 76.50%，同比提升 1.18pct。公司加强核心产品学术推广，复方丹参滴丸进入《复方丹参滴丸临床应用专家共识》、《中国糖尿病防治指南（2024 版）》、《高血压合并糖尿病患者心血管-肾脏-代谢综合管理专家共识（2024）》，并以“打造复方丹参滴丸为治疗糖尿病视网膜病变的一线中药”为产品定位，开展心脑血管疾病预防治疗系列学术推广活动，揭示心脑血管与眼部微循环的关联机制，线下联动三甲医院眼科专家开展眼底筛查义诊，提升产品市场渗透率，抢占糖网市场。
- **加快推进研发管线，聚焦创新产品布局。**公司聚焦于心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心领域，目前拥有 31 项创新药在研管线。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；PD-L1/VEGF 双抗的实体瘤适应症 IIa 期和结直肠癌适应症 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 注射液的临床试验已进入 IIb 期。普佑克（治疗急性缺血性脑卒中）完成 CDE 审评会；安神滴丸和 PXT3003 申报生产获得受理；安体威颗粒 III 期和芪参益气滴丸治疗慢性心力衰竭 II 期完成全部受试者出组，正在开展数据统计；青术颗粒 III 期和芪参益气滴丸治疗糖尿病肾脏疾病 II 期完成全部受试者出组，正在进行数据清理；三黄睛视明丸启动 III 期临床；养血清脑丸治疗轻中度阿尔茨海默病的 II 期临床完成入组，持续开展临床观察。
- **华润三九并购落地，持续深化业务协同。**2025 年 3 月 27 日，公司正式成为华润三九旗下成员企业，2025 年上半年公司已顺利完成与控股股东华润三九的“百日融合”工作，在业务稳定、团队稳定、客户稳定基础上，逐步推进“四个重塑”，稳步推进与华润三九的业务协同和相互赋能。在营销领域整合线上线下渠道资源，创新医药零售新模式。聚焦大产品战略，协同三九资源进一步拓展 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。
- **盈利预测及估值：**根据公司经营情况，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.23 亿元、12.93 亿元、14.68 亿元，同比增长 17.5%、15.2%、13.5%，对应 2025 年 9 月 12 日收盘价，PE 为 21.6、18.8、16.5 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**整合协同不及预期风险、研发进展不及预期风险、集采等政策风险、减值风险等。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8498	8684	9140	9591
同比增长	-2.0%	2.2%	5.3%	4.9%
归母净利润（百万元）	956	1123	1293	1468
同比增长	-10.8%	17.5%	15.2%	13.5%
毛利率	67.1%	67.3%	67.5%	67.7%
ROE	8.0%	8.8%	9.4%	9.9%
每股收益（元）	0.64	0.75	0.87	0.98
市盈率	25.4	21.6	18.8	16.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7311	8437	9604	10927
货币资金	2994	4300	5308	6499
交易性金融资产	525	455	405	355
应收票据及应收账款	780	791	791	851
预付款项	62	66	68	70
存货	1712	1609	1751	1806
其他	1238	1217	1281	1345
非流动资产	7666	7437	7183	6917
长期股权投资	1309	1259	1239	1229
固定资产	3232	3059	2869	2661
在建工程	222	241	257	270
无形资产	604	585	563	540
商誉	0	0	0	0
其他	2298	2293	2255	2217
资产总计	14976	15874	16787	17844
流动负债	2350	2566	2558	2607
短期借款	700	700	700	700
应付票据及应付账款	607	663	643	689
其他	1043	1203	1215	1219
非流动负债	515	365	365	365
长期借款	254	104	104	104
其他	262	262	262	262
负债合计	2865	2931	2923	2972
股本	1494	1494	1494	1494
未分配利润	8155	8874	9662	10520
少数股东权益	208	154	93	23
股东权益合计	12111	12943	13864	14872
负债及权益合计	14976	15874	16787	17844

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	956	1123	1293	1468
折旧和摊销	502	481	504	526
营运资金的变动	218	236	-230	-148
经营活动产生现金流量	2015	2074	1741	1975
资本支出	-537	-331	-276	-275
长期投资	-288	50	20	10
投资活动产生现金流量	-941	-341	-338	-342
债权融资	-1059	-76	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2454	-427	-394	-442
现金净变动	-1380	1306	1009	1191

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8498	8684	9140	9591
营业成本	2792	2840	2969	3095
税金及附加	126	131	136	143
销售费用	2988	3065	3217	3357
管理费用	345	321	338	336
研发费用	830	834	868	902
财务费用	-25	-15	-44	-64
投资收益	-84	-87	-82	-77
公允价值变动收益	-129	-70	-50	-50
信用减值损失	-1	-5	-5	-5
资产减值损失	-232	-90	-60	-30
营业利润	1076	1344	1547	1755
营业外收支	-7	-7	-7	-7
利润总额	1069	1337	1540	1748
所得税	210	267	308	350
净利润	859	1069	1232	1398
少数股东损益	-97	-53	-62	-70
归属母公司净利润	956	1123	1293	1468
EPS(元)	0.64	0.75	0.87	0.98

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-2.0%	2.2%	5.3%	4.9%
营业利润增长率	-12.4%	24.9%	15.1%	13.4%
归母净利润增长率	-10.8%	17.5%	15.2%	13.5%
盈利能力				
毛利率	67.1%	67.3%	67.5%	67.7%
归母净利率	11.2%	12.9%	14.2%	15.3%
ROE	8.0%	8.8%	9.4%	9.9%
偿债能力				
资产负债率	19.1%	18.5%	17.4%	16.7%
流动比率	3.11	3.29	3.75	4.19
速动比率	2.34	2.62	3.03	3.46
营运能力				
资产周转率	53.6%	56.3%	56.0%	55.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.64	0.75	0.87	0.98
每股经营现金	1.35	1.39	1.17	1.32
估值比率(倍)				
PE	25.4	21.6	18.8	16.5
PB	2.0	1.9	1.8	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载侵权责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn