

经营保持韧性，携手华润迈向新篇章

——天士力（600535）2025年三季度业绩点评



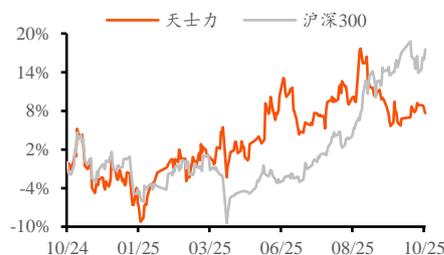
增持(维持)

行业：医药生物
日期：2025年10月29日分析师：彭波
E-mail：pengbo@yongxingsec.com
SAC编号：S1760524100001
分析师：徐昕
E-mail：xuxin@yongxingsec.com
SAC编号：S1760523100002

基本数据

10月24日收盘价(元) 15.72
12mthA股价格区间(元) 13.51-17.69
总股本(百万股) 1,493.95
无限售A股/总股本 100.00%
流通市值(亿元) 234.85

最近一年股票与沪深300比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

相关报告：

《25H1 业绩稳健，华润入主共绘新蓝图》

——2025年08月22日

■ 事件

公司发布2025年前三季度业绩，实现营收63.11亿元(yoy+2.35%)，实现归母净利润9.84亿元(yoy+16.88%)，实现扣非归母净利润8.29亿元(yoy-15.59%)。分季度看，2025Q3实现营收20.22亿元(yoy+3.27%)，实现归母净利润2.10亿元(yoy+16.56%)，实现扣非归母净利润1.89亿元(yoy-23.64%)。

■ 核心观点

工业板块韧性足，商业承压尚存。分行业看，2025年前三季度公司医药商业板块实现营收5.65亿元(yoy-16.70%)，阶段性承压尚存；公司医药工业板块实现营收57.09亿元(yoy-0.47%)，其中按治疗领域细分，心血管及代谢实现营收31.86亿元(yoy+1.16%)、神经/精神实现营收10.85亿元(yoy-6.48%)、消化实现营收7.60亿元(yoy+6.38%)、其他类实现营收6.78亿元(-4.80%)，医药工业板块韧性足。**毛利率小幅提升，归母净利率改善。**2025年前三季度，公司销售毛利率为66.99%，同比小幅提升0.19pct，整体保持平稳。从费用端来看，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为36.14%、3.77%、-0.22%，同比分别变化+1.96pct、+0.01pct、-0.04pct，公司销售净利率同比提升2.92pct至15.73%。

华润入主高效赋能，迈向成长新篇章。2025年上半年，公司正式成为华润三九旗下成员企业。华润入主后，公司积极落实华润管理理念，优化运营管控模式，为后续业务协同和战略落地奠定了坚实基础；此外，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，启动了“十五五”战略规划的制订工作，推动公司在创新求变新征程中实现高质量发展。

普佑克获批新适应症，创新能力逐步兑现。近日，公司公告称，其拥有自主知识产权的生物创新药注射用重组人尿激酶原（普佑克）新增适应症，用于急性缺血性脑卒中的溶栓治疗，本次新增急性缺血性脑卒中溶栓治疗适应症的获批丰富了公司神经/精神领域产品线，进一步拓展了产品目标患者人群，有利于提升公司及产品市场竞争力。公司聚焦心血管与代谢、神经/精神、消化等疾病领域，同时持续强化产学研医融合创新，布局小核酸、CGT新技术实现跨越发展，有望优化产品研发布局，加快推进研发管线进展。

■ 投资建议

公司持续加大研发创新力度，在夯实主业基础上，围绕心血管及代谢、神经/精神、消化三大核心疾病领域布局创新药管线，随着华润三九入主后积极赋能公司，看好公司未来成长空间，我们预计2025年-2027年公司归母净利润分别为11.63亿元、12.82亿元、14.10亿元，截至10月24日收盘价，对应PE分别为20.19X、18.32X、16.66X，给予“增持”评级。

■ 风险提示

医药行业政策风险；新产品开发风险；原材料价格风险。

■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,498	8,674	9,238	9,879

年增长率 (%)	-2.0%	2.1%	6.5%	6.9%
归属于母公司的净利润	956	1,163	1,282	1,410
年增长率 (%)	-10.8%	21.8%	10.2%	10.0%
每股收益 (元)	0.64	0.78	0.86	0.94
市盈率 (X)	22.59	20.19	18.32	16.66
净资产收益率 (%)	8.0%	9.1%	9.4%	9.6%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2025 年 10 月 24 日收盘价)

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,733	7,311	8,412	9,664	11,077	经营活动现金流	2,576	2,015	1,618	1,662	1,767
货币资金	4,451	2,994	3,531	4,460	5,508	净利润	1,017	859	1,119	1,232	1,355
应收及预付	754	842	859	916	982	折旧摊销	516	502	457	469	477
存货	1,748	1,712	1,728	1,810	1,913	营运资金变动	694	218	-72	-165	-193
其他流动资产	1,781	1,763	2,294	2,478	2,675	其它	349	435	114	125	128
非流动资产	7,982	7,666	7,411	7,087	6,708	投资活动现金流	-2,109	-941	-789	-345	-302
长期股权投资	1,415	1,309	1,299	1,284	1,281	资本支出	-668	-537	-240	-167	-106
固定资产	3,389	3,232	2,988	2,722	2,400	投资变动	-134	-288	-490	-85	-97
在建工程	154	222	230	239	249	其他	-1,307	-116	-59	-92	-99
无形资产	574	604	591	565	529	筹资活动现金流	-1,196	-2,454	-290	-388	-418
其他长期资产	2,450	2,298	2,303	2,276	2,248	银行借款	576	-1,184	-20	-15	-10
资产总计	16,714	14,976	15,822	16,751	17,785	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	2,370	2,350	2,399	2,446	2,510	其他	-1,773	-1,270	-270	-373	-408
短期借款	723	700	680	665	655	现金净增加额	-731	-1,380	537	929	1,048
应付及预收	639	673	650	691	741	期初现金余额	2,928	2,197	817	1,355	2,283
其他流动负债	1,007	977	1,070	1,090	1,115	期末现金余额	2,197	817	1,355	2,283	3,332
非流动负债	1,655	515	510	505	500						
长期借款	1,414	254	254	254	254						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	241	262	257	252	247						
负债合计	4,024	2,865	2,909	2,951	3,010						
股本	1,500	1,494	1,494	1,494	1,494						
资本公积	958	459	459	459	459						
留存收益	9,929	9,898	10,747	11,683	12,712						
归属母公司股东权益	12,368	11,903	12,750	13,686	14,715						
少数股东权益	322	208	163	114	60						
负债和股东权益	16,714	14,976	15,822	16,751	17,785						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	0.9%	-2.0%	2.1%	6.5%	6.9%
营业利润增长	867.0%	-12.4%	30.0%	10.2%	9.9%
归母净利润增长	505.3%	-10.8%	21.8%	10.2%	10.0%
获利能力					
毛利率	66.8%	67.1%	67.3%	67.8%	68.2%
净利率	11.7%	10.1%	12.9%	13.3%	13.7%
ROE	8.7%	8.0%	9.1%	9.4%	9.6%
ROIC	8.0%	8.6%	7.6%	7.9%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	19.1%	18.4%	17.6%	16.9%
净负债比率	-13.5%	-11.0%	-14.1%	-20.1%	-26.0%
流动比率	3.69	3.11	3.51	3.95	4.41
速动比率	2.91	2.34	2.75	3.17	3.61
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.54	0.56	0.57	0.57
应收账款周转率	10.95	11.58	11.01	11.23	11.22
存货周转率	1.76	1.61	1.65	1.68	1.69
每股指标 (元)					
每股收益	0.72	0.64	0.78	0.86	0.94
每股经营现金流	1.72	1.35	1.08	1.11	1.18
每股净资产	8.25	7.97	8.53	9.16	9.85
估值比率					
P/E	23.64	22.59	20.19	18.32	16.66
P/B	2.06	1.81	1.84	1.72	1.60
EV/EBITDA	11.86	10.24	11.76	10.41	9.18

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,674	8,498	8,674	9,238	9,879
营业成本	2,880	2,792	2,833	2,971	3,143
营业税金及附加	129	126	128	137	146
销售费用	2,984	2,988	3,088	3,289	3,517
管理费用	342	345	352	375	401
研发费用	917	830	872	928	993
财务费用	-19	-25	-7	-12	-22
资产减值损失	-5	-232	-3	-3	-2
公允价值变动收益	-172	-129	0	0	0
投资净收益	-111	-84	-87	-92	-99
营业利润	1,228	1,076	1,399	1,541	1,693
营业外收支	-7	-7	-7	-8	-7
利润总额	1,221	1,069	1,392	1,533	1,686
所得税	204	210	273	301	331
净利润	1,017	859	1,119	1,232	1,355
少数股东损益	-54	-97	-45	-49	-54
归属母公司净利润	1,071	956	1,163	1,282	1,410
EBITDA	2,008	1,979	1,842	1,990	2,141
EPS (元)	0.72	0.64	0.78	0.86	0.94

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。