

天士力 (600535.SH)

主业表现稳健，普佑克 AIS 获批落地

2025 前三季度公司实现营收 63.11 亿元，同比下降 2.35%；归母净利润 9.84 亿元，同比增长 16.88%；扣非归母净利润 8.29 亿元，同比下降 15.59%。其中 2025 年 Q3 收入 20.22 亿元，同比下降 3.27%；归母净利润 2.10 亿元，同比增长 16.56%；扣非归母净利润 1.89 亿元，同比下降 23.64%。

□ 毛利率提升带动净利润率表现出色。2025 年前三季度，公司实现毛利率 66.99%，同比提升 0.19pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 36.14%/3.77%/8.77%，同比+1.96%/+0.01%/+0.03pct，实现整体净利率 15.73%，同比上升 2.92 个百分点。

□ 心血管及代谢业务和消化业务实现稳健增长。2025 年前三季度，公司医药工业实现收入 57.09 亿元，同比微降 0.47%。其中核心业务心血管及代谢品类业务实现收入 31.86 亿元，同比增长 1.16%，毛利率 77.57%，同比略有下降；神经/精神业务实现收入 10.85 亿元，同比下降 6.48%；消化业务收入 7.60 亿元，同比增长 6.38%；而医药商业业务受行业影响，实现收入 5.65 亿元，同比下降 16.70%。

□ 普佑克“脑梗”适应症获批，创新成果逐渐落地。2025 年 Q3，公司生物药子公司重磅产品普佑克用于急性缺血性脑卒中的溶栓治疗适应症获批，进一步丰富公司神经/精神领域产品线，提升普佑克销售潜力。急性缺血性脑卒中（AIS）具有高发病率、高复发率和高致残率特征，中国每年新发患者超百万人。普佑克是国内目前唯一获批上市的重组人尿激酶原产品，通过新增 AIS 适应症进一步拓展目标患者人群，手握“心梗”和“脑梗”两大适应症，在现有的入院渠道和学术积累下，普佑克 AIS 适应症有望快速放量。

□ 维持“增持”投资评级。我们看好公司现有产品稳定的基本盘，同时与华润三九融合进一步扩展销售渠道，创新产品的逐步获批也是后续增长重要来源。预计 2025-2027 年将实现归母净利润 11.1/12.5/13.8 亿元，同比增长 15.6%/13.4%/9.9%，对应 PE 为 21/18/17 倍，维持“增持”投资评级。

□ 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	8367	8863	9290
同比增长	1%	-2%	-2%	6%	5%
营业利润(百万元)	1228	1076	1404	1575	1729
同比增长	-903%	-12%	30%	12%	10%
归母净利润(百万元)	1071	956	1105	1253	1376
同比增长	-518%	-11%	16%	13%	10%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.74	0.84	0.92
PE	21.5	24.2	20.9	18.4	16.8
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

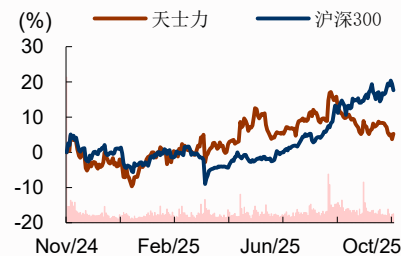
当前股价：15.45 元

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）	23.1
流通市值（十亿元）	23.1
每股净资产（MRQ）	8.2
ROE（TTM）	8.9
资产负债率	16.4%
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	0	5	6
相对表现	0	-18	-13



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《天士力（600535）—普佑克 AIS 适应症获批，创新成果落地》 2025-09-22
- 《天士力（600535）—顺利完成“百日融合”，盈利能力稳步提升》 2025-08-29
- 《天士力（600535）—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	7473	8785	10230
现金	4451	2994	3000	3999	5172
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	837	886	929
其它应收款	11	23	17	18	19
存货	1748	1712	1702	1787	1849
其他	1534	1277	1317	1394	1460
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	14884	15940	17164
流动负债	2370	2350	1822	1821	1907
短期借款	723	700	825	750	770
应付账款	573	607	555	583	603
预收账款	155	134	139	146	151
其他	918	910	302	342	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	2337	2337	2422
股本	1500	1494	1494	1494	1494
资本公积金	852	459	459	459	459
留存收益	10017	9950	10263	11185	12185
少数股东权益	322	208	330	466	604
归属于母公司所有者权益	12368	11903	12216	13138	14138
负债及权益合计	16714	14976	14884	15940	17164

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2576	2015	1633	1657	1754
净利润	1017	859	1127	1278	1404
折旧摊销	435	502	636	596	562
财务费用	47	5	(21)	(39)	(65)
投资收益	99	69	(10)	(40)	(40)
营运资金变动	962	581	(99)	(138)	(107)
其它	16	(3)	0	0	0
投资活动现金流	(2109)	(941)	(346)	(291)	(291)
资本支出	(669)	(565)	(291)	(291)	(291)
其他投资	(1440)	(376)	(56)	0	0
筹资活动现金流	(1196)	(2454)	(1280)	(368)	(291)
借款变动	(339)	(1113)	(509)	(75)	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)	(331)	(376)
其他	7	46	21	39	65
现金净增加额	(729)	(1380)	6	999	1173

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	8367	8863	9290
营业成本	2880	2792	2777	2915	3016
营业税金及附加	129	126	124	131	138
营业费用	2984	2988	2945	3111	3251
管理费用	342	345	351	363	372
研发费用	917	830	837	886	929
财务费用	(19)	(25)	(21)	(39)	(65)
资产减值损失	(13)	(230)	40	40	40
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)	(30)	(30)
营业利润	1228	1076	1404	1575	1729
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	1398	1569	1723
所得税	204	210	270	291	319
少数股东损益	(54)	(97)	23	26	28
归属于母公司净利润	1071	956	1105	1253	1376

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	1%	-2%	-2%	6%	5%
营业利润	-903%	-12%	30%	12%	10%
归母净利润	-518%	-11%	16%	13%	10%
获利能力					
毛利率	66.8%	67.1%	66.8%	67.1%	67.5%
净利率	12.3%	11.2%	13.2%	14.1%	14.8%
ROE	8.6%	7.9%	9.2%	9.9%	10.1%
ROIC	6.8%	5.9%	8.3%	8.9%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	19.1%	15.7%	14.7%	14.1%
净负债比率	15.9%	10.6%	7.3%	6.3%	6.0%
流动比率	3.7	3.1	4.1	4.8	5.4
速动比率	2.9	2.4	3.2	3.8	4.4
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	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	11.0	11.6	10.3	10.3	10.2
应付账款周转率	4.0	4.7	4.8	5.1	5.1
每股资料(元)					
EPS	0.72	0.64	0.74	0.84	0.92
每股经营净现金	1.72	1.35	1.09	1.11	1.17
每股净资产	8.28	7.97	8.18	8.79	9.46
每股股利	0.33	0.53	0.22	0.25	0.28
估值比率					
PE	21.5	24.2	20.9	18.4	16.8
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.4	15.2	11.3	10.7	10.2

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。