



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 22 日

基础数据

04 月 17 日收盘价（元）	14.25
总市值（亿元）	212.89
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：2025 年上半年业绩符合预期，创新研发稳步推进-2025.09.14

分析师：孙媛媛

S0190515090001  
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002  
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005  
dongxiaojie@xyzq.com.cn

研究助理：柳一林

liuyilin1@xyzq.com.cn

天士力(600535.SH)

## 2025 年归母净利润实现较快增长，“十五五”战略蓝图落地引领双轮驱动

投资要点：

- **归母净利润同比较快增长，工业板块收入基本平稳。**2025 年，公司实现营业收入 82.36 亿元，同比降低 3.08%；归母净利润 11.05 亿元，同比增长 15.63%，扣非归母净利润 7.91 亿元，同比降低 23.59%；毛利率 66.85%，同比降低 0.29pct。归母净利润与扣非净利润之间差距主要源于当期非经常性损益合计约 3.14 亿元，包含金融资产公允价值变动收益、处置非流动资产收益及政府补助等项目。分行业板块来看：2025 年医药工业实现主营业务收入 73.82 亿元，同比降低 2.54%，基本保持平稳，主要受集采降价及中药注射剂行业性下滑影响；医药商业实现营业收入 7.66 亿元，同比降低 14.40%，主要受政策因素拖累。2025 年 Q4 单季度营业收入 19.26 亿元，同比降低 5.39%，环比降低 4.78%；归母净利润 1.21 亿元，同比增长 6.35%，环比降低 42.49%。费用端，2025 年销售费用率 36.08%，同比提升 0.92pct；管理费用率 4.06%，同比降低 0.01pct；研发费用率 8.32%，同比降低 1.44pct。2025 年公司已分配全年现金红利 4.63 亿元（含税），约占 2025 年度归母净利润的 41.91%。
- **核心产品销量稳健，多产品获权威指南推荐，深化华润协同渠道布局。**2025 年复方丹参滴丸销量同比增长 1.78%，芪参益气滴丸销量同比增长 7.68%，水林佳销量同比增长 4.57%，普佑克、芍麻止痉颗粒等产品保持持续增长；丹参多酚酸和益气复脉受中药注射剂行业性下滑影响，营收有所回落。学术布局层面，报告期内共有 10 个产品进入 26 项指南与共识：普佑克进入《脑血管病防治指南 2024 版》等 4 项；复方丹参滴丸进入《中国糖尿病防治指南（2024 版）》等 5 项；水林佳进入《代谢相关脂肪性肝病基层诊疗与管理指南（2025 年）》等 4 项；芪参益气滴丸进入《中国心肌病综合管理指南 2025》。华润三九并购协同层面，公司引进瑞通立专业推广，并将米诺磷酸委托华润三九推广；与华润医商建立“第三终端”合作机制，深化基层覆盖；与华润三九联合打造了 999®穿心莲内酯滴丸等产品并入驻三九旗舰店，渠道协同效应逐步释放。
- **31 项创新管线多点突破，普佑克脑卒中适应症成功获批。**2025 年公司研发投入 8.45 亿元，研发管线进展密集：普佑克于 2025 年 9 月获批治疗急性缺血性脑卒中适应症，III 期临床研究显示治疗后 90 天 mRS 评分 0-1 比例（72.0%）优于阿替普酶组（68.7%），症状性颅内出血率仅为 0.3%，研究成果发表于《Lancet Neurology》；青术颗粒 III 期临床研究已完成全部受试者出组和统计分析，已提交 Pre NDA 沟通交流；枣仁宁心滴丸（安神滴丸）CDE 审评中已提交发补意见答复；PXT3003 已获 CDE 发补意见；JS1-1-01 启动 IIb 期临床研究；PD-L1/VEGF 双抗实体瘤适应症 IIa 期顺利入组；脂肪间充质细胞注射液、双靶点 CAR-T 细胞注射液（P134）、CMI2109 均获临床批件并启动 I 期临床。创新中药与先进治疗药物“双轮驱动”格局加速成形。
- **“十五五”战略蓝图正式发布，力争 2030 年末工业收入与利润双翻番。**公司以 2025 年 3 月正式成为华润三九旗下成员企业为契机，深度研判行业发展趋势，系统制订“十五五”战略规划：坚持创新驱动，聚焦心血管及代谢、神经/精神、消化三个核心治疗领域，持续扩充具有高临床价值的创新产品管线；构建“院内筑基、院外增效”的价值循环业务模式，推动院内与院外业务协同发展；通过内生发展与外延扩张并举，力争 2030 年末实现工业营业收入翻番（达到 150 亿元）、利润翻番，成功跻身中国制药企业第一梯队。为保障战略落地，公司将系统实施九大战略举措、构建八大核心能力、夯实五大组织保障，以战略规划的全面落地推动公司实现高质量跨越式发展。

- **盈利预测与估值：**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 90.17 / 98.24 / 107.01 亿元，归母净利润分别为 12.71 / 14.67 / 16.64 亿元，对应 2026 年 4 月 17 日收盘价，PE 分别为 16.8 / 14.5 / 12.8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费环境不及预期、销售不及预期、行业政策变化、原材料价格波动等风险。

### 主要财务指标

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	8236	9017	9824	10701
同比增长	-3.1%	9.5%	9.0%	8.9%
归母净利润（百万元）	1105	1271	1467	1664
同比增长	15.6%	15.0%	15.5%	13.4%
毛利率	66.9%	68.2%	68.4%	68.0%
ROE	8.9%	9.6%	10.4%	11.1%
每股收益（元）	0.74	0.85	0.98	1.11
市盈率	19.3	16.8	14.5	12.8

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	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	8230	9160	10347	11598
货币资金	1436	2284	3094	4024
交易性金融资产	1394	1344	1294	1244
应收票据及应收账款	1118	1021	1216	1262
预付款项	58	62	67	74
存货	1427	1617	1672	1878
其他	2797	2832	3005	3116
<b>非流动资产</b>	7110	6887	6640	6391
长期股权投资	1054	1004	954	904
固定资产	3053	2880	2690	2422
在建工程	322	338	351	377
无形资产	794	820	841	926
商誉	0	0	0	0
其他	1886	1845	1804	1763
<b>资产总计</b>	15340	16047	16987	17989
<b>流动负债</b>	2308	2298	2436	2540
短期借款	1116	1116	1116	1116
应付票据及应付账款	377	509	490	575
其他	815	674	830	849
<b>非流动负债</b>	484	484	484	484
长期借款	217	217	217	217
其他	267	267	267	267
<b>负债合计</b>	2792	2782	2920	3024
股本	1494	1494	1494	1494
未分配利润	8647	9234	9886	10613
少数股东权益	143	83	13	-66
<b>股东权益合计</b>	12548	13265	14067	14965
<b>负债及权益合计</b>	15340	16047	16987	17989

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润	1105	1271	1467	1664
折旧和摊销	465	502	528	478
营运资金的变动	-187	-156	-306	-280
<b>经营活动产生现金流量</b>	1425	1872	1925	2086
资本支出	-375	-333	-330	-278
长期投资	-336	50	50	50
<b>投资活动产生现金流量</b>	-446	-428	-447	-405
债券融资	-625	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-370	-586	-668	-751
现金净变动	598	848	810	930

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	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	8236	9017	9824	10701
营业成本	2730	2864	3103	3428
税金及附加	134	140	147	158
销售费用	2972	3156	3409	3670
管理费用	334	364	398	429
研发费用	686	757	830	888
财务费用	-23	35	18	1
投资收益	-183	-145	-167	-177
公允价值变动收益	194	-50	-50	-50
信用减值损失	-34	-5	-5	-5
资产减值损失	-108	-60	-30	-20
<b>营业利润</b>	1355	1528	1766	1979
营业外收支	-10	-8	-9	-6
<b>利润总额</b>	1345	1520	1758	1974
所得税	284	309	360	389
净利润	1061	1210	1397	1585
少数股东损益	-44	-61	-70	-79
<b>归属母公司净利润</b>	1105	1271	1467	1664
<b>EPS (元)</b>	0.74	0.85	0.98	1.11

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-3.1%	9.5%	9.0%	8.9%
营业利润增长率	25.9%	12.8%	15.6%	12.0%
归母净利润增长率	15.6%	15.0%	15.5%	13.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	66.9%	68.2%	68.4%	68.0%
归母净利率	13.4%	14.1%	14.9%	15.5%
ROE	8.9%	9.6%	10.4%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.2%	17.3%	17.2%	16.8%
流动比率	3.57	3.99	4.25	4.57
速动比率	2.29	2.62	2.94	3.22
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.54	0.57	0.59	0.61
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.74	0.85	0.98	1.11
每股经营现金	0.95	1.25	1.29	1.40
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	19.3	16.8	14.5	12.8
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

### 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](http://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、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 邮编：200135 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 邮编：100020 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 邮编：518035 邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>