

2025 年 04 月 07 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

华润三九（000999）

2024 年年报点评：CHC 领域地位稳固，全产业链竞争力有望进一步增强

◆ 2024 年年报：

2024 年，公司实现营业收入 276.17 亿元，同比增长 11.63%；实现经营活动产生的现金流量净额 44.02 亿元，同比增长 5.02%；实现归母净利润 33.68 亿元，同比增长 18.05%；实现扣非后归母净利润 31.18 亿元，同比增长 15.01%。

◆ 收入结构：CHC、处方药均实现双位数增长

从收入结构上来看，2024 年，公司自我诊疗（CHC）业务实现收入 124.82 亿元，同比增长 14.13%，占公司营业收入之比为 45.20%；处方药业务实现收入 60.06 亿元，同比增长 15.04%；占公司营业收入之比为 21.75%；传统国药（昆药）业务实现收入 52.13 亿元，同比增长 7.33%，占公司营业收入之比为 18.88%；药品、器械分发与销售业务实现收入 33.73 亿元，同比增长 5.62%，占公司营业收入之比为 12.21%；包装印刷业务实现收入 5.31 亿元，同比增长 2.06%，占公司营业收入之比为 1.92%。

◆ CHC 业务：逆势增长，核心品类及自我诊疗领域地位稳固

CHC 健康消费品业务为公司核心业务，其产品主要覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科、心脑血管等品类，基于“999”主品牌构建品牌矩阵。2024 年，公司的 CHC 业务在零售端承压的背景下实现逆势增长。根据中康 CMH 数据，2024 年，中国医药零售市场的药品销售规模同比小幅增长 0.8%；其中，实体药店（含 O2O）的药品销售规模同比微幅增长 0.3%；电商渠道药品销售 645 亿元，同比增速放缓至 4.6%，而公司 CHC 业务收入同比增速达到 14.13%。

核心品类方面，公司感冒、皮肤、胃肠品类组合持续强化，999 感冒灵增长快速且领导品牌地位稳固；999 抗病毒口服液扩大份额领先优势，999 小柴胡颗粒实现规模和份额的快速增长，此外，咽喉类、感冒预防类、肠道及非药类新品 999 冰连清咽喷雾剂、999 玉屏风口服液、999 复方苦参肠炎康片、999 止泻利颗粒、999 猴头菇益生菌粉等已陆续上市。

投资评级

买入
首次评级

2025 年 04 月 07 日

收盘价(元): 42.92

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,284.30
总市值(百万)	55,122.10
流通股本(百万股)	1,275.65
流通市值(百万)	54,750.99
12 月最高/最低价(元)	65.84/36.24
资产负债率(%)	36.99
每股净资产(元)	15.50
市盈率(TTM)	16.37
市净率(PB)	2.77
净资产收益率(%)	16.92

股价走势图



作者

李蔚 分析师
SAC 执业证书: S0640523060001
联系电话: 010-59219559
邮箱: liwj@acicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

新品类方面，公司基于消费者用药趋势，持续布局新品，上市销售 999 磷酸奥司他韦系列产品、999 布洛芬混悬液等；此外，999 澳诺业务成功引入大单品维生素 D 滴剂，构建钙 D 联合矩阵。

品牌和渠道方面，公司顺应电商渠道重要性提升的趋势，创新品牌链接方式，行业内率先开展规模化短剧投放，打通线下连锁药店、商超及线上新零售渠道。

◆ 处方药业务：展现较强韧性，并购天士力后有望加快补充创新中药管线

2024 年，面对行业在医保控费背景下，医院市场增速持续放缓的深刻变革，公司处方药业务表现出较强韧性，2024 年，公司处方药业务营业收入同比上升 15.04%，而根据中康开思数据，2024 年 1-9 月等级医院药品市场规模增速同比下降至-3.3%。

处方药业务领域，公司以临床价值为导向，深耕重点疾病领域研发。2024 年，公司研发投入 9.53 亿元，在研项目共计 131 项，“十四五”期间研发投入持续增加。

2024 年 8 月 5 日，公司披露收购天士力 28% 股份的重大资产重组预案等相关公告。天士力在现代中药创新与转化方面具有显著优势，根据天士力 2024 年年报披露，天士力目前拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线，其中包含 33 款 1 类创新药；27 款处于临床试验阶段，22 款正在临床 II、III 期阶段。当前，面对处方药行业趋于稳定的格局，与天士力的强强联合有望使公司进一步增强全产业链核心竞争力，并扩充创新中药产品管线，持续赋能处方药业绩增长。

◆ 昆药业务：整合优化，顺应银发经济浪潮

面对当前银发经济浪潮机遇，公司战略性并购昆药集团，2024 年，昆药集团与公司按照三年融合的规划稳步推进融合工作。精品国药业务方面，打造强单品、持续培育高增长潜力产品、挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品，并对商业渠道进行深度整合，优化商业模式，从而充分挖掘和持续提升“昆中药 1381”的品牌价值。慢病管理业务方面，重点聚焦三七产业链。2024 年，昆药集团完成对华润圣火 51% 股权的收购，未来昆药集团将与华润圣火共同打造“777”品牌，做大做强三七口服制剂品类，拓展业务领域，提升市场份额。

◆ 投资建议：

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.94 元、3.36 元和 3.92 元，对应的动态市盈率分别为 14.61 倍、12.76 倍和 10.96 倍。公司作为国内 CHC 的龙头企业，具有明显的品牌优势；此外，公司近年来融合并购持续推进，具有清晰的长期战略规划。华润三九以 CHC 为主，天士力以处方药

为核心业务做中药创新药龙头，昆药以三七以及精品国药为核心业务做银发健康产业引领者，未来三个方向或将协同助力公司业绩增长。首次覆盖，给予买入评级。

◆ **风险提示：**

宏观经济压力增大致医药消费能力增长不足的风险；医保支付等政策不及预期的风险；集采或收费降价超出市场预期的风险。

◆ 分业务盈利预测

		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
医药行业	销售收入（百万元）	17360.03	21014.55	23701.16	26782.31	30264.01	34198.33
	成本（百万元）	7746.76	8241.52	9913.26	11114.66	12559.56	14192.31
	销售收入增长率（%）	—	21.05%	12.78%	13.00%	13.00%	13.00%
	毛利率（%）	55.38%	60.78%	58.17%	58.50%	58.50%	58.50%
零售行业	销售收入（百万元）	137.62	3192.96	3372.54	3541.17	3718.22	3904.14
	成本（百万元）	0.00	2899.21	2921.22	3080.81	3234.86	3396.60
	销售收入增长率（%）		2220.16%	5.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率（%）	0.00%	9.20%	13.38%	13.00%	13.00%	13.00%
包装印刷	销售收入（百万元）	560.43	520.03	530.71	541.33	552.15	563.20
	成本（百万元）	—	—	—	—	—	—
	销售收入增长率（%）		-7.21%	2.06%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率（%）	—	—	—	—	—	—

资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 财务报表与财务指标

报表预测	单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润表						
营业收入	18,079.46	24,738.96	27,616.61	30,877.00	34,546.59	38,677.86
减: 营业成本	8,313.13	11,567.22	13,295.62	14,749.00	16,358.78	18,164.30
税金及附加	207.06	274.91	294.78	342.11	382.77	428.54
主营业务利润	9,559.27	12,896.83	14,026.20	15,785.89	17,805.04	20,085.02
减: 销售费用	5,076.62	6,965.48	7,220.12	8,151.53	9,120.30	10,172.28
管理费用	1,058.61	1,523.54	1,657.81	1,852.62	2,072.80	2,320.67
研发费用	593.94	714.50	801.75	895.43	1,001.85	1,121.66
财务费用	5.51	-24.19	-24.19	77.88	60.50	-33.08
经营性利润	2,824.59	3,717.50	4,370.72	4,808.43	5,549.60	6,503.49
加: 资产减值损失	-138.27	-172.64	-163.29	-211.39	-236.52	-264.80
信用减值损失	-5.97	-67.78	-94.05	-66.65	-74.57	-83.49
其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	44.62	18.24	31.12	31.33	31.33	31.33
公允价值变动损益	2.58	-28.63	9.39	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	2.28	0.81	31.43	11.51	11.51	11.51
其他收益	217.39	285.87	289.71	264.33	264.33	264.33
营业利润	2,947.22	3,753.38	4,475.03	4,837.54	5,545.67	6,462.36
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	35.54	51.29	141.81	76.21	76.21	76.21
减: 营业外支出	19.32	50.21	23.23	30.92	30.92	30.92
利润总额	2,963.44	3,754.45	4,593.61	4,882.84	5,590.96	6,507.65
减: 所得税	466.43	580.97	815.87	797.12	912.72	1,062.36
净利润	2,497.01	3,173.48	3,777.74	4,085.72	4,678.25	5,445.28
减: 少数股东损益	48.21	320.55	409.85	311.61	356.80	415.30
归属母公司股东净利润	2,448.80	2,852.93	3,367.89	3,774.11	4,321.44	5,029.98
资产负债表						
货币资金	3,149.71	6,770.77	5,016.83	12,350.80	13,818.64	17,241.99
交易性金融资产	0.00	1,456.01	1,677.33	1,677.33	1,677.33	1,677.33
应收票据	179.73	7.81	79.97	135.37	151.46	169.57
应收账款	5,464.20	7,938.27	8,809.81	9,696.59	10,848.98	12,146.36
预付账款	374.99	495.69	508.58	609.24	681.65	763.16
其他应收款	52.37	202.09	309.25	229.14	256.37	287.03
存货	2,498.87	5,112.50	4,932.68	5,474.70	6,072.24	6,742.44
其他流动资产	268.63	538.86	541.22	578.82	647.61	725.05
长期股权投资	65.79	144.24	432.17	432.51	432.86	433.20
金融资产投资	235.19	498.89	321.15	321.15	321.15	321.15
投资性房地产	25.88	71.91	68.88	59.73	50.58	41.43
固定资产和在建工程	4,823.00	6,620.55	6,609.02	5,613.65	4,610.27	3,598.89
无形资产和开发支出	6,744.75	9,202.18	9,216.50	8,633.66	8,030.98	7,408.44
其他非流动资产	3,239.67	1,088.68	1,558.58	1,465.42	1,374.24	1,374.24
资产总计	27,122.78	40,148.46	40,081.97	47,278.12	48,974.35	52,930.28
短期借款	168.50	885.65	855.57	3,667.66	1,042.53	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	345.65	732.06	825.74	820.89	910.49	1,010.98
应付账款	1,449.47	2,365.25	2,323.01	2,721.47	3,018.51	3,351.66
预收账款	0.00	0.00	0.06	0.02	0.02	0.03
合同负债	1,012.27	1,650.15	1,860.86	1,956.31	2,188.81	2,450.56
其他应付款	5,266.27	6,643.90	7,094.18	8,561.47	9,495.90	10,543.97
长期借款	156.04	1,922.44	269.89	138.10	20.58	-78.17
其他负债	1,191.17	1,687.13	1,596.35	1,711.27	1,797.44	1,893.11
负债合计	9,589.37	15,886.58	14,825.66	19,577.20	18,474.29	19,172.15
股本	988.35	988.18	1,284.30	1,284.30	1,284.30	1,284.30
资本公积	1,796.92	1,877.76	1,863.13	1,863.13	1,863.13	1,863.13
留存收益	14,224.36	16,101.20	16,755.68	18,888.67	21,331.01	24,173.78
归属母公司股东权益	17,009.63	18,967.14	19,903.11	22,036.11	24,478.44	27,321.21
少数股东权益	523.78	5,294.73	5,353.20	5,664.81	6,021.62	6,436.92
股东权益合计	17,533.41	24,261.87	25,256.31	27,700.92	30,500.06	33,758.13
负债和股东权益合计	27,122.78	40,148.46	40,081.97	47,278.12	48,974.35	52,930.28
投入资本(IC)	17,622.76	25,115.07	24,383.29	29,508.20	29,564.69	29,910.64
现金流量表						
资本支出	914.09	600.68	856.79	0.00	0.00	-0.00
自由现金流	1,124.80	-1,233.19	2,233.46	5,006.61	4,625.20	5,024.47
短期借款增加	108.50	717.15	-30.08	2,812.09	-2,625.13	-1,042.53
长期带息债务增加	59.36	1,766.41	-1,652.56	-131.78	-117.52	-98.75
股权筹资额				0.00	0.00	0.00
支付普通股股利	988.35	1,482.28	1,284.30	1,641.11	1,879.11	2,187.21
长期投资	-1,529.42	37.28	-345.51	-26.56	-26.56	-26.56
经营性现金净流量	2,949.25	4,088.85	4,314.35	6,387.70	6,165.14	6,733.81
投资性现金净流量	-2,479.20	-793.50	-1,130.41	-15.05	-15.05	-15.05
筹资性现金净流量	-575.45	450.42	-4,628.60	961.32	-4,682.26	-3,295.41
现金流量净额	-99.06	3,750.79	-1,441.79	7,333.97	1,467.83	3,423.35
货币资金的期初余额	2,403.36	2,361.43	6,215.10	5,016.83	12,350.80	13,818.64
货币资金的期末余额	3,149.71	6,770.77	5,016.83	12,350.80	13,818.64	17,241.99
企业自由现金流	1,124.80	-1,233.19	2,233.46	5,006.61	4,625.20	5,024.47
权益自由现金流	1,288.02	1,270.81	570.72	7,621.75	1,831.93	3,910.87

资料来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637