

华润三九（000999.SZ）——2024 年年报点评

优于大市

全年营收、利润双位数增长，战略性并购整合持续推进

核心观点

营收和利润均实现双位数增长。2024 年全年营收 276.17 亿元（+11.63%），归母净利润 33.68 亿元（+18.05%），扣非归母净利润 31.18 亿元（+15.01%）。其中，2024 年第四季度营收 78.76 亿元（+28.47%），单季度归母净利润 4.08 亿元（-9.39%），单季度扣非归母净利润 3.66 亿元（-10.27%）。2024 年公司整体毛利率 51.86%（-1.38pp），净利率 13.68%（+0.85pp），毛利率出现小幅下滑主要受处方药板块毛利率下降影响。

分板块：CHC 业务稳健，处方药业务毛利率承压，昆药业务较快增长。2024 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 124.82 亿元（+14.13%），毛利率 60.86%（+0.67pp），核心品类领导地位及自我诊疗领域的行业地位稳固；处方药业务实现营业收入 60.05 亿元（+15.04%），毛利率 47.51%（-4.64pp），受到集采影响；昆药集团 2024 年实现营业收入 52.13 亿元，同比增加 27.55%，毛利率 64.02%。

研发投入持续增加，新品进展顺利。2024 年公司研发投入 9.53 亿元，同比增长 63.97%，有力支撑了公司产品研发及产品力提升。产品研发方面，2024 年公司开展新品研究 131 项，包括 1 类化药 4 项，1 类中药 7 项，2 类化药 10 项，2 类中药 1 项，其他新品 109 项；在产品力提升方面，公司围绕感冒灵、血塞通等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作，全面提高产品品质，持续提升产品竞争力。

控股天士力，补齐中药创新药短板。2024 年 8 月，公司披露拟收购天士力 28% 股份的重大重组公告，2025 年 3 月 27 日公司收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，天士力 418,306,002 股股份已过户至华润三九名下，天士力正式成为华润三九的控股子公司，补齐华润三九在中药创新药及院内市场的短板。

风险提示：集采超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

投资建议：战略性并购整合持续推进，维持“优于大市”评级。

2024 年全年公司收入、利润双双实现增长。考虑到院外市场的整体疲软和院内市场的集采限价，下调 2025/2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 37.37/40.82/48.56 亿元（原 2025/2026 年 39.42/45.67 亿元），同比增速 11.0%/9.3%/18.9%，当前股价对应 PE=14.1/12.9/10.9x。随着公司“创新+品牌”战略的不断推进，叠加昆药、天士力融合带来的优质资源整合，公司业绩有望维持稳健增长。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,739	27,617	35,909	37,812	41,102
(+/-%)	36.8%	11.6%	30.0%	5.3%	8.7%
归母净利润(百万元)	2853	3368	3737	4082	4856
(+/-%)	16.5%	18.1%	11.0%	9.3%	18.9%
每股收益(元)	2.22	2.62	2.91	3.18	3.78
EBIT Margin	14.9%	15.7%	16.2%	17.3%	18.7%
净资产收益率 (ROE)	15.0%	16.9%	17.3%	17.6%	19.7%
市盈率 (PE)	18.5	15.7	14.1	12.9	10.9
EV/EBITDA	12.9	13.3	10.8	9.8	8.5
市净率 (PB)	2.14	2.65	2.45	2.28	2.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

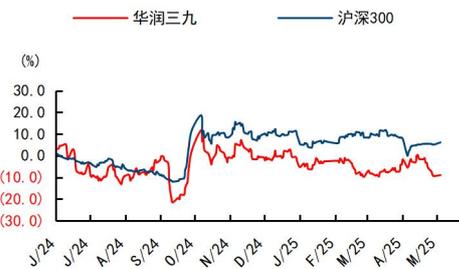
chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	41.32 元
总市值/流通市值	53067/52710 百万元
52 周最高价/最低价	65.84/36.24 元
近 3 个月日均成交额	455.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九(000999.SZ)——2024 年三季报点评-短期利润端有所承压，长期中药全产业链布局持续推进》——2024-11-03
- 《华润三九(000999.SZ)——2024 年半年报点评-研发实力稳步提升，中药全产业链布局推进》——2024-09-02
- 《华润三九(000999.SZ)——自我诊疗引领者，中药价值创造者》——2024-07-22
- 《华润三九(000999.SZ)——2023 年年报点评-业绩稳健，融合昆药进一步赋能品牌打造》——2024-03-30
- 《华润三九(000999.SZ)——2023 年中报点评-收入、利润双双强势增长，昆药并表贡献新动能》——2023-09-10

营收、利润均实现双位数增长。2024 年全年营收 276.17 亿元 (+11.63%)，归母净利润 33.68 亿元 (+18.05%)，扣非归母净利润 31.18 亿元 (+15.01%)。其中，2024 年第四季度营收 78.76 亿元 (+28.47%)，单季度归母净利润 4.08 亿元 (-9.39%)，单季度扣非归母净利润 3.66 亿元 (-10.27%)。

图1：华润三九主营业务收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华润三九净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华润三九单季度营收（单位：亿元）

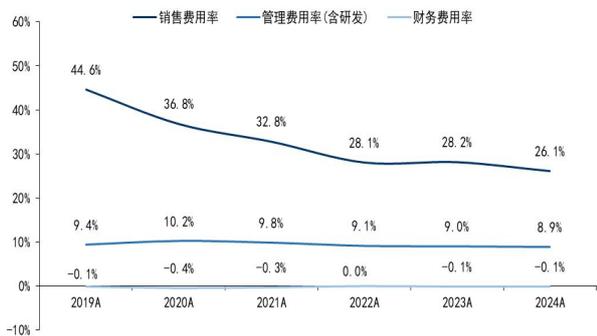

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：华润三九单季度净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

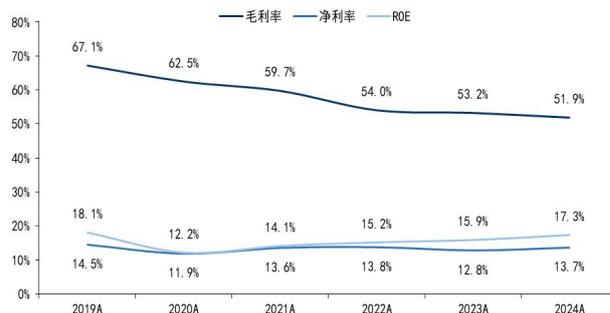
毛利率小幅下滑，期间费用率控制良好。2024 年公司整体毛利率 51.86% (-1.38pp)，净利率 13.68% (+0.85pp)，毛利率出现小幅下滑主要受处方药板块毛利率下降影响。费用方面，销售费用率 26.14% (-2.01pp)，管理(含研发)费用率 8.91% (-0.14pp)，财务费用率 -0.09% (与 2023 年基本持平)；三项费用率合计 34.96% (-2.15pp)，费用率控制良好。

图5: 华润三九三费率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 华润三九毛利率、净利率及 ROE (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

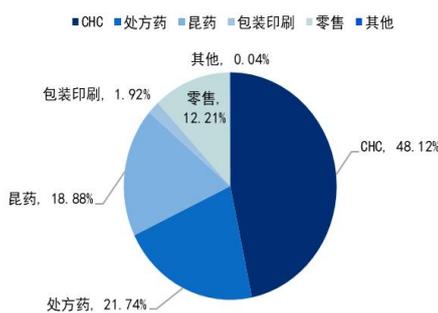
分板块: CHC 业务稳健, 处方药业务毛利率承压, 昆药业务较快增长。2024 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 124.82 亿元 (+14.13%), 毛利率 60.86% (+0.67pp), 核心品类领导地位及自我诊疗领域的行业地位稳固; 处方药业务实现营业收入 60.05 亿元 (+15.04%), 毛利率 47.51% (-4.64pp), 受到集采影响; 昆药集团 2024 年实现营业收入 52.13 亿元, 同比增加 27.55%, 毛利率 64.02%。

图7: 华润三九 2022-2024 年分业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 华润三九 2024 年分业务收入占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

研发投入持续增加, 新品进展顺利。2024 年公司研发投入 9.53 亿元, 同比增长 63.97%, 有力支撑了公司产品研发及产品力提升。产品研发方面, 2024 年公司开展新品研究 131 项, 包括 1 类化药 4 项, 1 类中药 7 项, 2 类化药 10 项, 2 类中药 1 项, 其他新品 109 项; 在产品力提升方面, 公司围绕感冒灵、血塞通等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作, 全面提高产品品质, 持续提升产品竞争力。

图9：华润三九研发支出及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：华润三九研发人员数量及占比情况（单位：人、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表1：华润三九重点研究项目进展情况

研发项目	注册分类	适应症或功能主治	研究（注册）阶段及进展
CR999C1905L1	化药 1 类	抗肿瘤	临床 I 期
CR999C2016L1	化药 1 类	H3K27M 突变型胶质瘤	临床 I 期
CR999K1601L1	化药 2.4 类	胃癌根治术患者淋巴示踪	临床 III 期
CR999C1701L1	化药 2.2 类	痤疮	临床 III 期
CR999C2110L1	化药 2.2 类	祛痰	注册审评中
CR999G2406L1	中药 2.3 类	膝骨关节炎	临床 II 期
CR999G2316L3	中药 2.3 类	心脑血管	批准临床
KYAH01-2016-079（昆药集团）	化药 1 类	实体瘤	临床 I 期
KYAH01-2018-111（昆药集团）	化药 1 类	非酒精性脂肪肝	批准临床
KYAH02-2016-078（昆药集团）	化药 2 类	红斑狼疮	临床 II 期
KYAZ01-2011-020（昆药集团）	中药/天然药物 1 类	急性缺血性脑卒中	临床 II 期
KYAH02-2020-149（昆药集团）	化药 2 类	地中海热	批准临床

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

控股天士力，补齐中药创新药短板。2024年8月，公司披露拟收购天士力28%股份的重大重组公告，2025年3月27日公司收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，天士力418,306,002股股份已过户至华润三九名下，天士力正式成为华润三九的控股子公司，补齐华润三九在中药创新药及院内市场的短板。

投资建议：战略性并购整合持续推进，维持“优于大市”评级。2024年全年公司收入、利润双双实现增长。考虑到院外市场的整体疲软和院内市场的集采限价，下调2025/2026年盈利预测、新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润37.37/40.82/48.56亿元（原2025/2026年39.42/45.67亿元），同比增速11.0%/9.3%/18.9%，当前股价对应PE=14.1/12.9/10.9x。随着公司“创新+品牌”战略的不断推进，叠加昆药、天士力融合带来的优质资源整合，公司业绩有望维持稳健增长。

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	2025/05/06 股价	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE				ROE	PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(24E)	
000999.SZ	华润三九	41.12	528.10	33.68	37.37	40.82	48.56	15.7	14.1	12.9	10.9	17.33	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	12.64	71.98	3.92	4.68	5.45	6.30	3.23	2.70	2.32	2.01	8.07	1.9	优于大市
600535.SH	天士力	15.21	227.23	9.56	11.49	13.11	14.67	1.59	1.32	1.16	1.04	7.87	1.7	无评级
600332.SH	白云山	26.43	429.70	28.35	31.53	34.70	38.22	0.93	0.84	0.76	0.69	8.01	1.0	无评级
002603.SZ	以岭药业	13.74	229.55	(7.25)	12.21	14.19	17.18	(1.90)	1.12	0.97	0.80	-6.69	1.2	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 康缘药业、天士力、白云山、以岭药业为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6771	5017	6912	8437	10216	营业收入	24739	27617	35909	37812	41102
应收款项	6190	6690	8754	9280	10022	营业成本	11567	13296	16050	16755	17901
存货净额	5112	4933	5989	6636	6808	营业税金及附加	275	295	402	423	460
其他流动资产	2993	3559	4328	4668	5108	销售费用	6965	7220	10054	10398	11098
流动资产合计	22522	21876	27661	30698	33831	管理费用	1524	1658	1976	2043	2180
固定资产	6427	6444	6465	6363	6202	研发费用	715	802	1616	1664	1767
无形资产及其他	3457	3378	3243	3108	2973	财务费用	(24)	(24)	(54)	(57)	(62)
投资性房地产	7598	7953	7953	7953	7953	投资收益	18	31	31	10	10
长期股权投资	144	432	571	740	938	资产减值及公允价值变动	144	173	(164)	(220)	(220)
资产总计	40148	40082	45893	48861	51896	其他收入	(841)	(901)	(1414)	(1509)	(1608)
短期借款及交易性金融负债	1064	1039	779	961	926	营业利润	3753	4475	5933	6529	7707
应付款项	3097	3149	3875	4174	4343	营业外净收支	1	119	26	(30)	(30)
其他流动负债	8786	9417	12452	12759	13592	利润总额	3754	4594	5959	6499	7677
流动负债合计	12947	13605	17106	17894	18861	所得税费用	581	816	953	1040	1228
长期借款及应付债券	1803	178	178	178	178	少数股东损益	321	410	1269	1377	1593
其他长期负债	1137	1042	1119	1203	1226	归属于母公司净利润	2853	3368	3737	4082	4856
长期负债合计	2940	1220	1297	1381	1404	现金流量表 (百万元)					
负债合计	15887	14826	18403	19275	20265	净利润	2853	3368	3737	4082	4856
少数股东权益	5295	5353	5919	6448	6953	资产减值准备	34	(9)	6	(4)	(5)
股东权益	18967	19903	21570	23138	24678	折旧摊销	696	753	799	860	913
负债和股东权益总计	40148	40082	45893	48861	51896	公允价值变动损失	(144)	(173)	164	220	220
关键财务与估值指标						财务费用	(24)	(24)	(54)	(57)	(62)
每股收益	2.22	2.62	2.91	3.18	3.78	营运资本变动	(1281)	(660)	(36)	(827)	(334)
每股红利	1.20	2.30	1.61	1.96	2.58	其它	153	59	561	533	510
每股净资产	19.19	15.50	16.80	18.02	19.21	经营活动现金流	2311	3338	5230	4864	6159
ROIC	15%	15%	21%	23%	26%	资本开支	0	(751)	(866)	(838)	(831)
ROE	15%	17%	17%	18%	20%	其它投资现金流	(1456)	(221)	0	0	0
毛利率	53%	52%	55%	56%	56%	投资活动现金流	(1534)	(1260)	(1005)	(1006)	(1030)
EBIT Margin	15%	16%	16%	17%	19%	权益性融资	5	82	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	20%	21%	负债净变化	1753	(1625)	0	0	0
收入增长	37%	12%	30%	5%	9%	支付股利、利息	(1184)	(2960)	(2070)	(2515)	(3316)
净利润增长率	17%	18%	11%	9%	19%	其它融资现金流	1703	5257	(260)	181	(34)
资产负债率	53%	50%	53%	53%	52%	融资活动现金流	2845	(3832)	(2330)	(2333)	(3350)
股息率	2.2%	5.6%	3.9%	4.8%	6.3%	现金净变动	3621	(1754)	1895	1525	1779
P/E	18.5	15.7	14.1	12.9	10.9	货币资金的期初余额	3150	6771	5017	6912	8437
P/B	2.1	2.7	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	6771	5017	6912	8437	10216
EV/EBITDA	12.9	13.3	10.8	9.8	8.5	企业自由现金流	0	2917	4778	4679	6212
						权益自由现金流	0	6548	4601	4980	6330

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032