

华润三九（000999.SZ）——2025年一季度报点评

优于大市

一季度短期承压，并购整合蓄力高质量发展

核心观点

2025年一季度公司营收、利润略有下滑，现金流稳健增长。2025年一季度公司营收 68.54 亿元（-6.04%），归母净利润 12.70 亿元（-6.87%），扣非归母净利润 12.18 亿元（-8.25%），主要系高基数下感冒品类需求回落、昆药渠道调整及行业终端疲软。经营活动现金流净额 9.80 亿元（+24.57%），运营稳健，部分受益于票据贴现策略。公司一季度完成天士力 28%股份的收购事项，对一季度营收和利润无影响。

分板块：CHC 韧性凸显，处方药稳中提质。2025年一季度公司 CHC 健康消费品业务处于合理的调整范围，受一季度流感和呼吸道疾病发病率降低的影响，感冒呼吸品类短期承压，皮肤和胃肠品类表现稳健，公司积极拓展儿科、骨科、肝胆、妇科等品类。处方药业务保持稳中向好：配方颗粒积极应对集采并推进成本优化；中药注射剂处于相对稳定的阶段；抗感染产品方面，公司积极应对集采，保持集采市场份额。

并购整合天士力，补齐中药创新药短板。在行业整合方面，公司一季度完成天士力 28%股份的收购事项。华润三九、天士力、昆药协同矩阵成型。华润三九以 CHC 业务为核心，争做行业头部企业；天士力以处方药业务为核心，争做中药创新领导者和医疗端第一品牌；昆药以三七产品和精品国药业务为核心，争做银发健康产业引领者。

经典名方落地，创新驱动成长。2025年1月9日，益气清肺颗粒正式获国家药监局批准上市。截至2025年3月31日，公司已经取得了4个经典明方的药品注册证，未来公司将结合经典名方的临床价值以及华润三九品牌和渠道的优势，积极打造经典名方的商业模式。

风险提示：集采、DRGS 控费超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

投资建议：并购整合蓄力高质量发展，维持“优于大市”评级。

2025年一季度公司收入和利润短期承压。维持2025/2026/2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润37.37/40.82/48.56亿元，同比增速11.0%/9.3%/18.9%，当前股价对应PE=14.5/13.3/11.1x。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)	19.0	16.1	14.5	13.3	11.1
EV/EBITDA	13.1	13.5	11.0	9.9	8.6
市净率(PB)	2.19	2.72	2.51	2.34	2.19

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

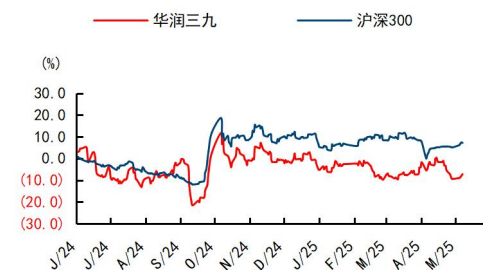
chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.12 元
总市值/流通市值	54095/53730 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	451.62 百万元

市场走势



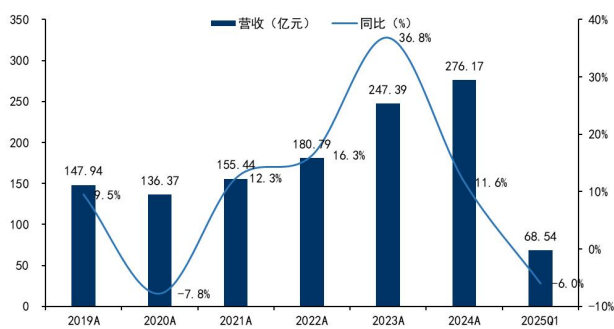
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九（000999.SZ）——2024 年年报点评-全年营收、利润双位数增长，战略性并购整合持续推进》——2025-05-07
- 《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

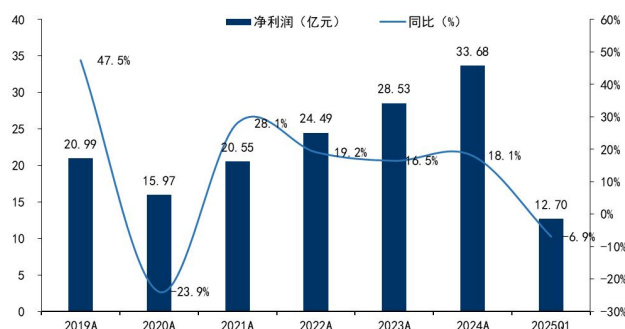
2025 年一季度公司营收、利润略有下滑，现金流稳健增长。2025 年一季度公司营收 68.54 亿元（-6.04%），归母净利润 12.70 亿元（-6.87%），扣非归母净利润 12.18 亿元（-8.25%），主要系高基数下感冒品类需求回落、昆药渠道调整及行业终端疲软。经营活动现金流净额 9.80 亿元（+24.57%），运营稳健，部分受益于票据贴现策略。公司一季度完成天士力 28%股份的收购事项，对一季度营收和利润无影响。

图1：华润三九主营业务收入及增速（单位：亿元、%）



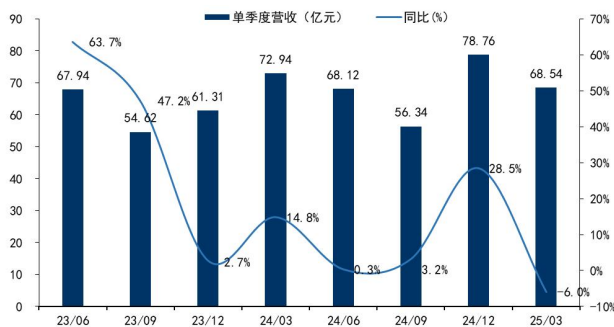
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华润三九净利润及增速（单位：亿元、%）



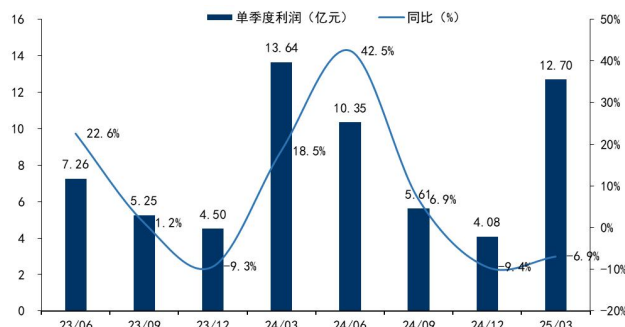
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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

分板块：CHC 韧性凸显，处方药稳中提质。2025 年一季度公司 CHC 健康消费品业务处于合理的调整范围，受一季度流感和呼吸道疾病发病率降低的影响，感冒呼吸品类短期承压，皮肤和胃肠品类表现稳健，公司积极拓展儿科、骨科、肝胆、妇科等品类。处方药业务保持稳中向好：配方颗粒积极应对集采并推进成本优化；中药注射剂处于相对稳定的阶段；抗感染产品方面，公司积极应对集采，保持集采市场份额。

并购整合天士力，补齐中药创新药短板。在行业整合方面，公司一季度完成天士力 28%股份的收购事项。华润三九、天士力、昆药协同矩阵成型。华润三九以 CHC 业务为核心，争做行业头部企业；天士力以处方药业务为核心，争做中药创新领导者和医疗端第一品牌；昆药以三七产品和精品国药业务为核心，争做银发健康产业引领者。

投资建议：并购整合蓄力高质量发展，维持“优于大市”评级。2025 年一季度公司收入和利润短期承压。维持 2025/2026/2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 37.37/40.82/48.56 亿元，同比增速 11.0%/9.3%/18.9%，当前股价对应 PE=14.5/13.3/11.1x。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1: 可比公司估值表

代码	公司简称	2025/05/09 股价	总市值 亿元	归母净利润 亿元				PE				ROE (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
000999.SZ	华润三九	42.12	541	33.68	37.37	40.84	48.55	16.1	14.5	13.3	11.1	17.3	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	12.77	73	3.92	4.68	5.45	6.30	18.6	15.5	13.4	11.5	8.1	0.9	优于大市
600535.SH	天士力	15.39	230	9.56	11.49	13.10	14.65	24.1	20.0	17.6	15.7	7.9	1.3	无评级
600332.SH	白云山	26.51	431	28.35	31.53	34.70	38.22	15.2	13.7	12.4	11.3	8.0	1.3	无评级
002603.SZ	以岭药业	13.86	232	(7.25)	12.29	14.75	17.01	(32.0)	18.8	15.7	13.6	-6.7	--	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
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
						财务费用	(24)	(24)	(54)	(57)	(62)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1281)	(660)	(36)	(827)	(334)
每股收益	2.22	2.62	2.91	3.18	3.78	其它	153	59	561	533	510
每股红利	1.20	2.30	1.61	1.96	2.58	经营活动现金流	2311	3338	5230	4864	6159
每股净资产	19.19	15.50	16.80	18.02	19.21	资本开支	0	(751)	(866)	(838)	(831)
ROIC	15%	15%	21%	23%	26%	其它投资现金流	(1456)	(221)	0	0	0
ROE	15%	17%	17%	18%	20%	投资活动现金流	(1534)	(1260)	(1005)	(1006)	(1030)
毛利率	53%	52%	55%	56%	56%	权益性融资	5	82	0	0	0
EBIT Margin	15%	16%	16%	17%	19%	负债净变化	1753	(1625)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	18%	20%	21%	支付股利、利息	(1184)	(2960)	(2070)	(2515)	(3316)
收入增长	37%	12%	30%	5%	9%	其它融资现金流	1703	5257	(260)	181	(34)
净利润增长率	17%	18%	11%	9%	19%	融资活动现金流	2845	(3832)	(2330)	(2333)	(3350)
资产负债率	53%	50%	53%	53%	52%	现金净变动	3621	(1754)	1895	1525	1779
股息率	2.2%	5.5%	3.8%	4.6%	6.1%	货币资金的期初余额	3150	6771	5017	6912	8437
P/E	19.0	16.1	14.5	13.3	11.1	货币资金的期末余额	6771	5017	6912	8437	10216
P/B	2.2	2.7	2.5	2.3	2.2	企业自由现金流	0	2917	4778	4679	6212
EV/EBITDA	13.1	13.5	11.0	9.9	8.6	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