

业绩稳健增长，并购整合持续推进

投资要点

- 事件:** 华润三九发布 2024 年年报，2024 年，公司实现营业收入 276.2 亿元，同比+11.6%；实现经营活动现金流量净额 44.0 亿元，同比+5.0%；实现归母净利润 33.7 亿元，同比+18.1%；实现扣非归母净利润 31.2 亿元，同比+15.0%。
- 三大业务板块齐发力，营收稳健增长。** 2024 年公司医药行业实现营收 237.0 亿元，同比+12.8%。分板块来看：(1)CHC 业务实现营收 124.8 亿元，同比+14.1%；毛利率 60.9%，同比+0.7pp。999 感冒灵带动细分品类中 999 抗病毒口服液、999 小柴胡颗粒、999 冰连清咽喷雾剂等品种实现较快增长。(2) 处方药业务实现营收 60.1 亿元，同比+15.0%；毛利率 47.5%，同比-4.6pp。国药业务精准把握市场重构契机，配方颗粒业务实现恢复性增长，联采区域市场份额显著提升。饮片业务全面中选全国集采，为市场持续拓展奠定坚实基础。(3) 昆药业务实现营收 52.1 亿元，同比+7.3%；毛利率 64.0%，同比-7.4pp。
- 融合并购持续推进，长期战略规划清晰。** 公司对外持续推动并购融合：(1) 公司自 2023 年并购以来与昆药集团持续融合，正式推出 777 品牌，打造三七全产业链，推进建立大众对血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷作用的充分认知。同时，2024 年 12 月，昆药集团收购公司持有的华润圣火 51% 股权，充分利用圣火“理渔王”和昆药“络泰”血塞通软胶囊的资源优势，做大做强三七口服制剂品类。(2) 2024 年 8 月，公司宣布收购天士力 28% 股份，有望助力公司加快补充创新中药管线，建立在中药领域的引领优势。未来华润三九将聚焦 CHC 业务；天士力聚焦创新中药、处方药业务；昆药集团将立足银发健康产业，致力于成为银发健康领导者。
- 加大研发投入力度，成果频出丰富产品矩阵。** 2024 年公司研发投入 9.5 亿元，较 2023 年增幅 7.2%；研发费用率 2.9%，基本保持稳定。公司围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等领域持续发力，在研项目共计 131 项，自主研发的 7 个新品中 2 款化药 1 类新药已开展临床 I 期，有望进一步丰富产品矩阵。同时，公司温经汤颗粒、苓桂术甘颗粒、芍药甘草颗粒、益气清肺颗粒 4 个经典名方获批上市，感冒呼吸、皮肤、眼科、骨科、抗感染领域获得 6 个《药品注册证书》。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.5 亿元、42.2 亿元、47.2 亿元，对应 PE 分别为 14、13、11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 销售不及预期风险，研发不及预期风险，提价不及预期风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27616.61	30828.99	34374.43	38368.48
增长率	11.63%	11.63%	11.50%	11.62%
归属母公司净利润(百万元)	3367.89	3752.89	4217.77	4723.25
增长率	18.05%	11.43%	12.39%	11.98%
每股收益EPS(元)	2.62	2.92	3.28	3.68
净资产收益率 ROE	14.96%	13.38%	13.06%	12.76%
PE	16	14	13	11
PB	2.15	1.86	1.62	1.41

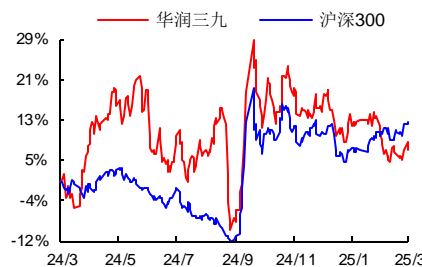
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯
执业证号: S1250522100004
电话: 021-68416017
邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.84
流通 A 股(亿股)	12.76
52 周内股价区间(元)	36.41-65.1
总市值(亿元)	545.44
总资产(亿元)	400.82
每股净资产(元)	15.50

相关研究

- 华润三九(000999): Q2 业绩超预期, CHC 业务增长强劲 (2024-08-30)
- 华润三九(000999): 全年业绩符合预期, 昆药融合持续推进 (2024-03-28)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司“999”系列品牌辨识度高，具备价值稀缺性，且公司积极拓展 CHC 产品线，销量有望持续增长。基于 2024 年的高基数 OTC 终端形势，品牌协同、品类扩张、多元化营销有望推动 2025-2027 年增长，预计 CHC 业务板块 2025-2027 年产品销量增速为 15%、15%、15%，价格保持不变，毛利率分别为 61%、61%、61%；

假设 2：公司近年不断优化处方药业务，2023 年主因配方颗粒集采及国标切换出现下滑，预计 2025 年有望温和恢复，复他舒、赛比普新药快速放量并提升毛利率。预计处方药业务 2025-2027 年产品销量增速为 10%、10%和 10%，考虑到中药材价格下降，带来成本下降，毛利率提升，假设 2025-2027 年处方药毛利率分别为 53%、53%、53%；

假设 3：昆药集团并表有望持续为公司业绩注入新动能，随着昆药集团商业渠道、业务模式、管理模式等融合深度推进，终端覆盖率稳步提升，预计 2025-2027 年昆药集团产品销量增速为 10%、10%和 10%，毛利率分别为 65%、66%、67%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
医药行业-CHC	收入	124.82	143.55	165.08	189.84
	增速	14.13%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	60.86%	61.00%	61.00%	61.00%
医药行业-处方药	收入	60.06	66.06	72.67	79.94
	增速	15.04%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	47.51%	53.00%	53.00%	53.00%
医药行业-传统国药	收入	52.13	57.35	63.08	69.39
	增速	7.33%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	64.02%	65.00%	66.00%	67.00%
零售行业	收入	33.73	35.41	37.18	39.04
	增速	5.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	4.51%	3.19%	3.35%	3.51%
其他	收入	5.43	5.56	5.70	5.84
	增速	2.00%	2.42%	3.00%	2.00%
	毛利率	15.06%	19.27%	19.29%	19.31%
合计	收入	276.17	307.93	343.70	384.04
	增速	11.63%	11.50%	11.62%	11.74%
	毛利率	51.86%	53.29%	53.91%	54.50%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27616.61	30828.99	34374.43	38368.48	净利润	3777.74	3893.04	4370.74	4894.56
营业成本	13295.62	14398.71	15843.35	17458.02	折旧与摊销	815.15	1137.02	1239.58	1365.44
营业税金及附加	294.78	400.78	446.87	498.79	财务费用	-24.19	40.70	39.39	45.40
销售费用	7220.12	8477.97	9624.84	10935.02	资产减值损失	-163.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	1657.81	2928.75	3265.57	3645.01	经营营运资本变动	-357.51	308.04	-465.35	-474.64
财务费用	-24.19	40.70	39.39	45.40	其他	354.29	-156.06	11.21	-29.60
资产减值损失	-163.29	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4402.20	5222.75	5195.56	5801.16
投资收益	31.12	80.00	80.00	80.00	资本支出	-1365.01	-1030.00	-1330.00	-1530.00
公允价值变动损益	9.39	9.39	9.39	9.39	其他	234.60	-410.61	-910.61	-1910.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1130.41	-1440.61	-2240.61	-3440.61
营业利润	4475.03	4671.46	5243.80	5875.63	短期借款	-30.08	144.43	200.00	300.00
其他非经营损益	118.58	62.35	70.88	75.99	长期借款	-1624.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	4593.61	4733.81	5314.68	5951.62	股权融资	281.49	0.00	0.00	0.00
所得税	815.87	840.77	943.94	1057.06	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3777.74	3893.04	4370.74	4894.56	其他	-3255.02	-287.62	-39.39	-45.40
少数股东损益	409.85	140.15	152.98	171.31	筹资活动现金流净额	-4628.60	-143.19	160.61	254.60
归属母公司股东净利润	3367.89	3752.89	4217.77	4723.25	现金流量净额	-1353.94	3638.94	3115.56	2615.14
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5016.83	8655.78	11771.34	14386.48	成长能力				
应收和预付款项	7198.80	8100.92	9043.21	10060.58	销售收入增长率	11.63%	11.63%	11.50%	11.62%
存货	4932.68	5408.12	5961.35	6591.97	营业利润增长率	19.23%	4.39%	12.25%	12.05%
其他流动资产	4727.36	2238.46	2302.99	2375.69	净利润增长率	19.04%	3.05%	12.27%	11.98%
长期股权投资	432.17	932.17	1932.17	3932.17	EBITDA 增长率	17.49%	11.07%	11.52%	11.71%
投资性房地产	68.88	68.88	68.88	68.88	获利能力				
固定资产和在建工程	6438.74	6435.36	6629.43	6897.63	毛利率	51.86%	53.29%	53.91%	54.50%
无形资产和开发支出	9216.50	9131.09	9045.68	8960.28	三费率	32.06%	37.13%	37.61%	38.12%
其他非流动资产	2050.01	2031.77	2013.54	1995.30	净利率	13.68%	12.63%	12.72%	12.76%
资产总计	40081.97	43002.56	48768.58	55268.97	ROE	14.96%	13.38%	13.06%	12.76%
短期借款	855.57	1000.00	1200.00	1500.00	ROA	9.43%	9.05%	8.96%	8.86%
应付和预收款项	5441.64	5995.84	6619.22	7285.83	ROIC	18.43%	19.21%	21.11%	22.66%
长期借款	177.94	177.94	177.94	177.94	EBITDA/销售收入	19.07%	18.97%	18.98%	18.99%
其他负债	8350.51	6742.59	7314.50	7953.72	营运能力				
负债合计	14825.66	13916.37	15311.66	16917.49	总资产周转率	0.69	0.74	0.75	0.74
股本	1284.30	1284.30	1284.30	1284.30	固定资产周转率	4.60	5.06	5.65	6.18
资本公积	1863.13	1863.13	1863.13	1863.13	应收账款周转率	4.04	4.12	4.11	4.10
留存收益	16763.24	20516.13	24733.90	29457.15	存货周转率	2.53	2.66	2.68	2.68
归属母公司股东权益	19903.11	23592.83	27810.60	32533.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.20%	—	—	—
少数股东权益	5353.20	5493.35	5646.33	5817.64	资本结构				
股东权益合计	25256.31	29086.18	33456.92	38351.48	资产负债率	36.99%	32.36%	31.40%	30.61%
负债和股东权益合计	40081.97	43002.56	48768.58	55268.97	带息债务/总负债	6.97%	8.46%	9.00%	9.92%
					流动比率	1.61	1.92	2.06	2.13
					速动比率	1.25	1.50	1.64	1.71
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.62	2.92	3.28	3.68
					每股净资产	19.67	22.65	26.05	29.86
					每股经营现金	3.43	4.07	4.05	4.52
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	5265.99	5849.18	6522.76	7286.47					
PE	16.09	14.44	12.85	11.47					
PB	2.15	1.86	1.62	1.41					
PS	1.96	1.76	1.58	1.41					
EV/EBITDA	8.86	7.35	6.14	5.18					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn
