

中医药健康引领者，长期发展韧性强

2025 年 3 月 14 日

- 事件：**华润三九发布 2024 年年报，2024 年营业收入 276.17 亿元，同比增长 12%；归母净利润 33.68 亿元，同比增长 18%；扣非归母净利润 31.18 亿元，同比增长 15%。经营活动现金流净额 44.02 亿元，同比增长 5%。全年计提各项资产减值准备 3.08 亿元，对 2024 年利润影响为减少 2.57 亿元。
- 制药业务持续增长，CHC、处方药均实现双位数增长。**医药行业收入 237 亿元，同比增长 13%，其中 1) CHC 健康消费品业务营业收入 124.82 亿元，同比增长 14.13%，毛利率 61%，其中品牌 OTC 持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合，打造全病程管理和全方位解决方案；专业品牌业务持续布局新品，优化消费者体验。2) 处方药业务实现营业收入 60.06 亿元，同比增长 15%，毛利率 48%，其中国药业务积极拥抱集采。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。饮片业务品种全面中选全国集采，集采加速扩围的政策趋势对行业利润有压缩，公司的全产业链价值管理重要性日益凸显。3) 昆药业务营业收入 52.13 亿元，同比增长 7%，毛利率 64%，2024 年昆药集团完成对华润圣火 51% 股权的收购，未来“络泰”及“理洙王”将做好市场定位的区分，共同打造“777”品牌，做大做强三七口服制剂品类，提升市场份额。
- 内生+外延并购增长公司护城河，公司致力于成为医药健康产业的引领者。**1) 公司紧密围绕战略方向，自 2012 年以来，成功完成澳诺制药、昆药集团等 10 余项并购交易，在慢病管理、儿童维矿等多个战略领域构建竞争优势，巩固行业地位。继 2023 年并表昆药集团后，2024 年 8 月公司拟以 62 亿元受让天士力 28% 的股份，增长处方药板块布局。2) 国内首个原研五代头孢菌素注射用头孢比罗酯钠已在 30 余个省市实现挂网，并纳入 2024 年医保目录；注射用阿莫西林钠克拉维酸钾已于 20 省市平台正式挂网，重组人促甲状腺激素正式商业化。研发投入规模逐年增长，由 2020 年的 5.81 亿元提升至 2024 年的 9.53 亿元，增幅达 63.97%，在研项目共计 131 项，主要围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域，在研管线中多个产品处于临床 II/III 期阶段。3) 全域深耕释放渠道效能，CHC 业务依托于三九商道，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛深入合作，已覆盖全国超过 60 万家药店。处方药业务覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，并积极拥抱互联网医疗的浪潮。
- 投资建议：**公司作为国内 CHC 龙头企业，品牌优势明显，外延并购+内生发展两步走，将带来产品结构优化升级，2025-2027 年归母净利润预计为 38.73/45.21/52.75 亿元，对应增速为 15.01%/16.73%/16.67%，PE 分别为 14/12/10 倍。我们选取 3 家中药 OTC 公司济川药业、云南白药、同仁堂作为可比公司，2025 年 PE 均值为 18 倍，公司估值水平低于可比公司 PE 均值，考虑到公司具有明显的平台和品牌价值，外延并购能力较强，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”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。

华润三九 (000999.SZ)

推荐 首次评级

分析师

程培

☎: 021-2025-7805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

宋丽莹

✉: songliying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524050001

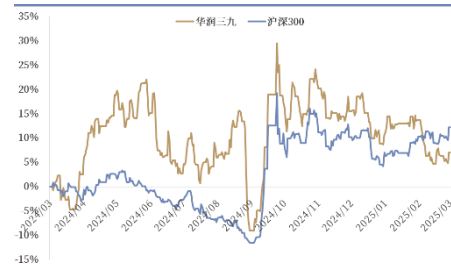
市场数据

2025-03-14

股票代码	000999.SZ
A 股收盘价(元)	41.90
上证指数	3419.56
总股本	128429.87
实际流通 A 股(万股)	127565.21
流通 A 股市值(亿元)	534.50

相对沪深 300 表现图

2023-03-14



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27616.61	30664.81	33837.93	37271.59
收入增长率%	11.63	11.04	10.35	10.15
归母净利润 (百万元)	3367.89	3873.42	4521.43	5275.27
利润增速%	18.05	15.01	16.73	16.67
毛利率%	51.86	52.86	54.42	55.72
摊薄 EPS(元)	2.62	3.02	3.52	4.11
PE	15.98	13.89	11.90	10.20
PB	2.70	2.46	2.23	2.01
PS	1.95	1.75	1.59	1.44

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目录

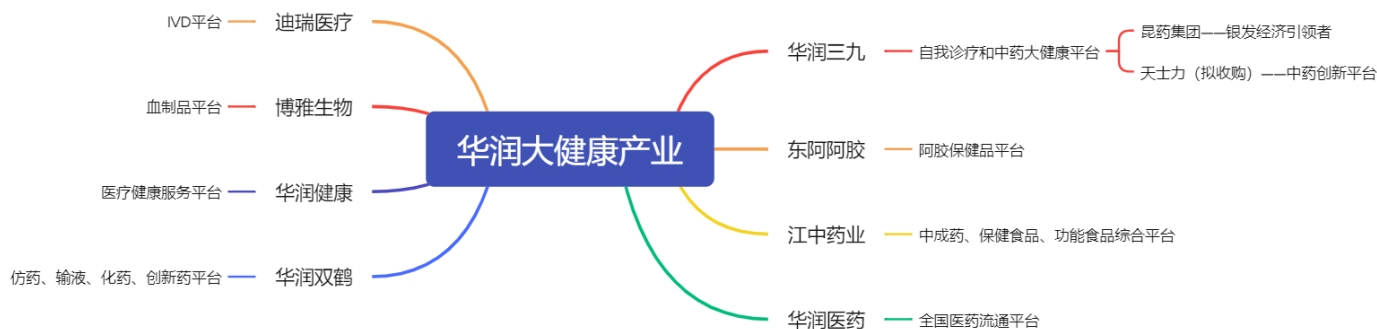
Catalog

一、 华润三九：医药健康引领者，业绩长期稳定增长	4
（一） 布局家中常备药品，业绩长期稳定增长	4
（二） 内生+外延双重发力，积极布局大健康产业	5
二、 家中常备药市占率领先，业务边界不断拓展	8
三、 品牌和渠道价值稀缺，综合实力名列前茅	12
（一） 品牌价值构建公司护城河	12
（二） 渠道能力强大，加码数字化转型	16
（三） 同行业中综合实力名列前茅	17
四、 盈利预测与估值	19
（一） 业务拆分	19
（二） 绝对估值	20
（三） 相对估值	20
（四） 投资建议	21
五、 风险提示	22

一、华润三九：医药健康引领者，业绩长期稳定增长

华润三九是自我诊疗+中药平台，是华润集团在大健康领域的重要布局。华润三九是华润集团旗下的自我诊疗+中药平台，与东阿阿胶、江中药业等协同打造华润旗下中医药平台。此外，华润三九也通过诸多优质中医药资源的并购整合，近年来并购昆药集团、拟收购天士力，实现业务拓展和多元化，进一步增强中医药板块产业集中度，改善产业集中度低的困境，积极发挥中医药在治未病和康复慢病中的重要作用。

图1：华润三九旗下部分子公司业务

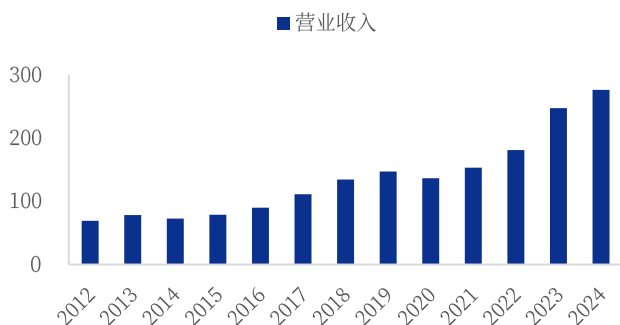


资料来源：华润医药官网，中国银河证券研究院绘制

（一）布局家中常备药品，业绩长期稳定增长

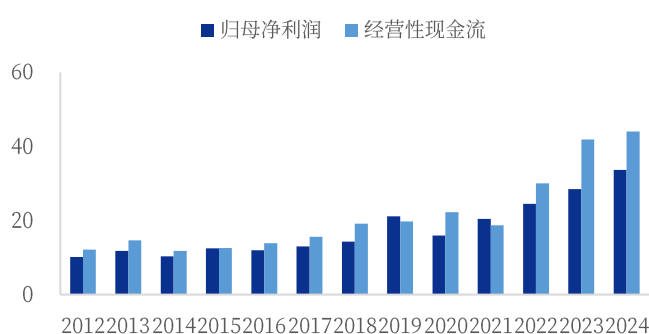
依托感冒药等家中常备药品的销售，华润三九业绩保持长期稳定增长。华润三九的营收从2014年的73亿元稳步增长至2024年的276亿元，年复合增长率达到14%。归母净利润从2014年的10亿元增长至2024年的34亿元，年复合增长率为13%。2020年受到疫情影响，全年公司实现归母净利润16亿元，同比增长-23.9%，扣非归母净利润13亿元，同比增加11%。随着疫情影响逐步消除，2021-2024年公司CHC业务发展态势良好，处方药业务低基数下快速恢复，2024年实现归母净利润34亿元，同比增长18%，实现扣非归母净利润31亿元，同比增长15%。毛利率和净利率层面，公司近10年来维持较为稳定水平，毛利率保持在50%以上，净利率稳定在12-16%。

图2：华润三九营业收入（亿元）



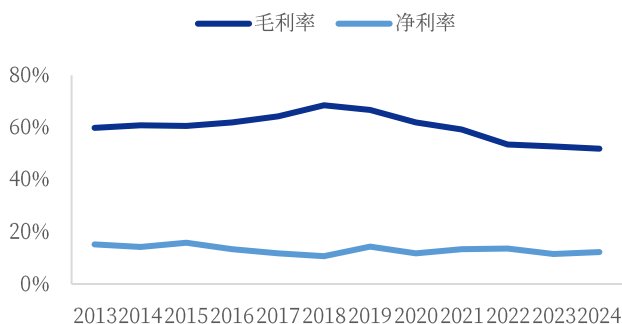
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图3：华润三九归母净利润和经营性现金流（亿元）



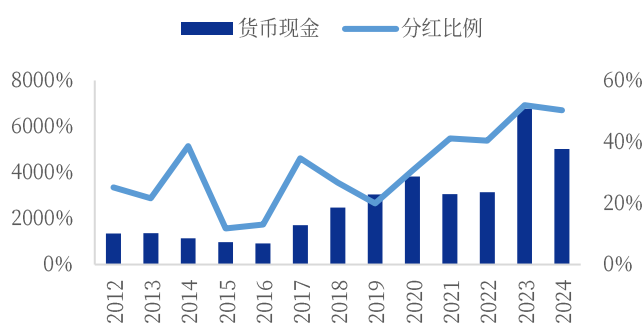
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图4：华润三九毛利率和净利率



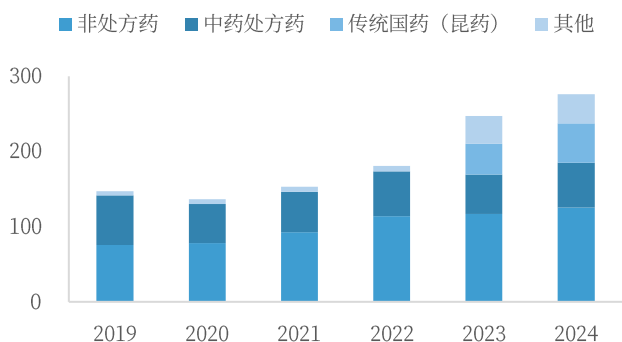
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图5：华润三九货币资金（亿元）和分红比例



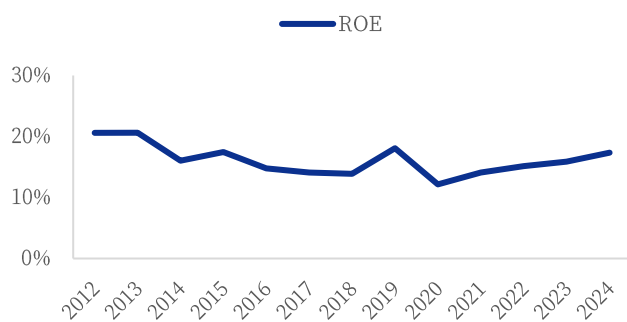
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图6：华润三九营业收入构成（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

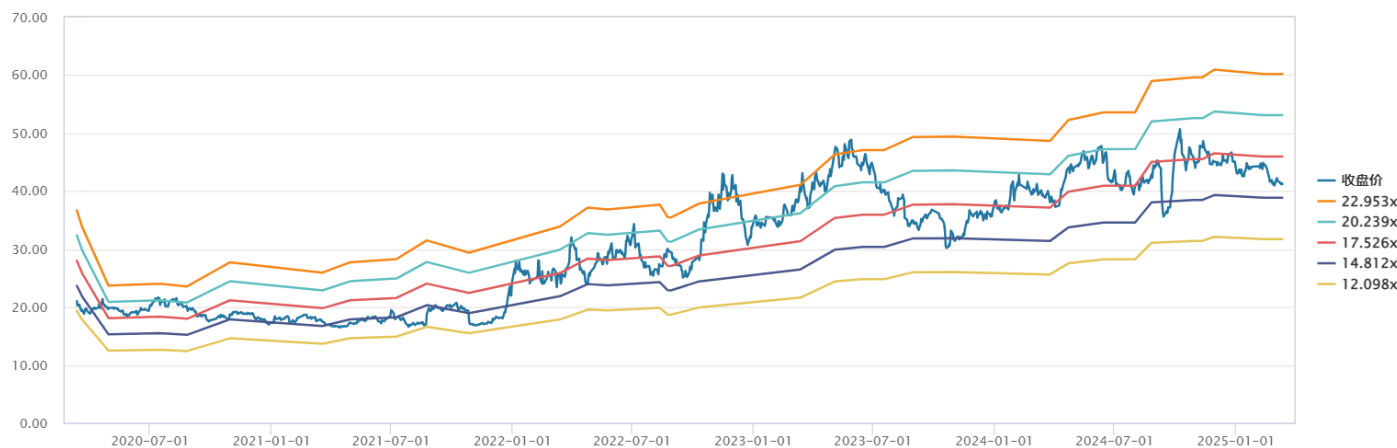
图7：华润三九 ROE



资料来源：wind，中国银河证券研究院

估值角度来看，近5年公司估值区间较为稳定，估值中枢约为18X。

图8：华润三九 PE-band



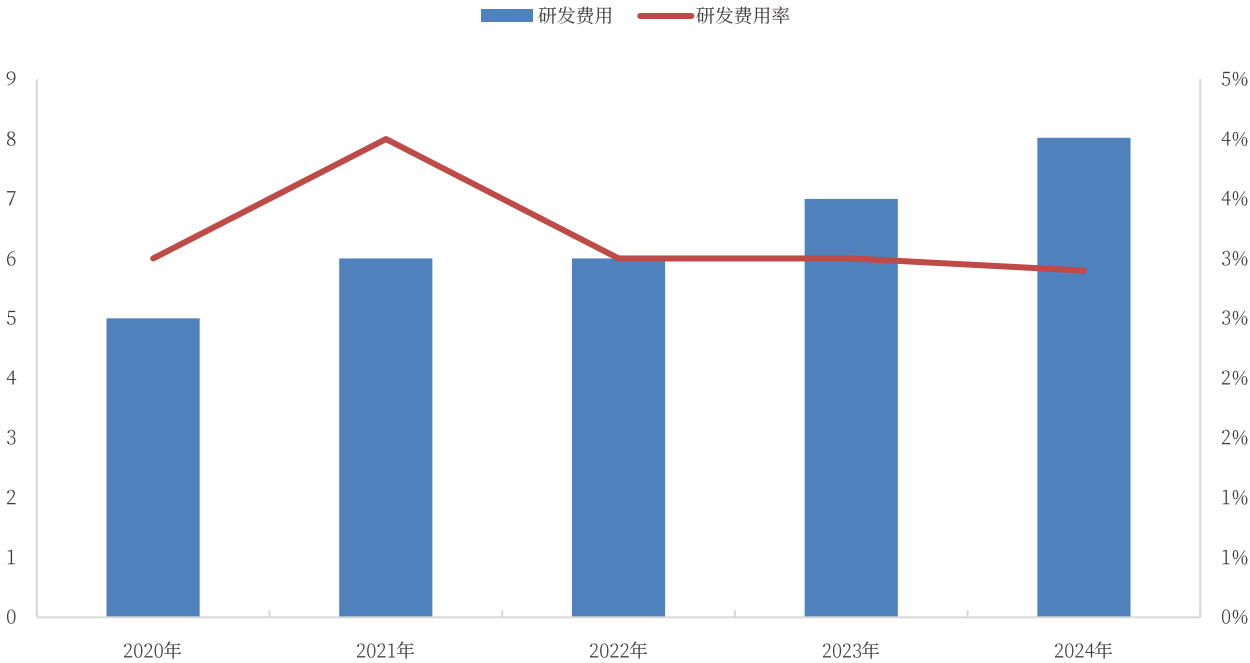
资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）内生+外延双重发力，积极布局大健康产业

内生增长上，公司持续布局研发。研发费用呈现上升趋势，研发费用率稳定，2020-2024 年研发费用率维持在 3-4%。2024 年研发投入 9.53 亿元，研发费用 8 亿元，在研项目共计 131 项，多个产品处于临

床 II/III 期。在新品研发方面，以临床价值为导向，聚焦核心领域，布局产品研发，重点研究项目进展顺利。盐酸特比萘芬喷雾剂、玻璃酸钠滴眼液 2 个产品获批，进一步丰富皮肤、眼科领域产品。温经汤颗粒、苓桂术甘颗粒 2 款经典名方获批上市，助力古代经典名方向新药转化，促进古代经典名方在现代临床更广泛的应用。

图9：研发费用（亿元）和研发费用率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

表1：研发管线

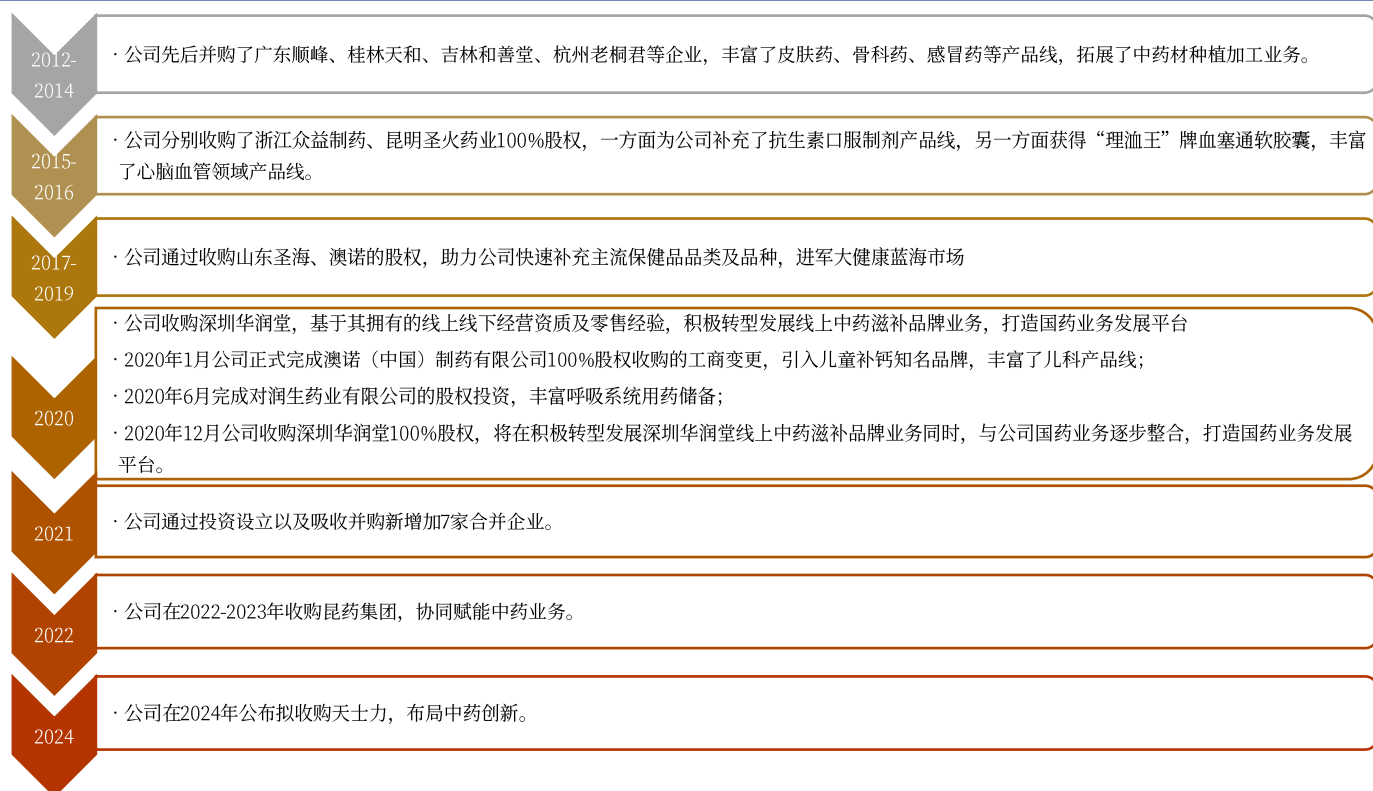
研发项目	注册分类	适应症或功能主治	研究（注册）阶段及进展
CR999C1905L1	化药 1 类	抗肿瘤	临床 I 期
CR999C2016L1	化药 1 类	H3K27M 突变型胶质瘤	临床 I 期
CR999K1601L1	化药 2.4 类	胃癌根治术患者淋巴示踪	临床 III 期
CR999C1701L1	化药 2.3 类	痤疮	临床 III 期
CR999C2110L1	化药 2.2 类	祛痰	注册审评中
CR999G2406L1	中药 2.3 类	膝骨关节炎	临床 II 期
CR999G2316L3	中药 2.3 类	心脑血管	批准临床
KYAH01 - 2016 - 079（昆药集团）	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 2024 年年报，中国银河证券研究院

外延拓展方面，公司积极并购企业，推动综合竞争力增强。2012 年开始，华润三九不断进行外延式并购，强化终端覆盖、进一步提升产品线，增加公司实力，先后并购了广东顺峰、桂林天和、吉林和善堂、

杭州老桐君、昆明圣火、澳诺等企业。2022 年开始，先后并购昆药集团和天士力 2 家上市公司。通过收购，华润三九在业务布局上更加多元化，快速完成产品线拓展，市场竞争力得到显著增强。

图10：外延并购历程



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

华润三九在 2022 年完成对昆药集团的并购，交易金额约为 29 亿元，获得昆药集团 28% 的股份，成为其控股股东。昆药集团在天然植物药领域具有深厚的技术积累和丰富的产品线，如核心产品血塞通系列、昆中药系列。此次并购使华润三九在血塞通软胶囊产品线上获得绝对的话语权，不仅切入心脑血管疾病治疗药物市场，拓展了业务边界，还通过圣火与昆药的整合，实现两款血塞通软胶囊的强强联合，发力三七口服药赛道，全面布局院内外市场。同时，并购完成后，华润三九对昆药集团在生产、销售、研发等环节进行整合，通过优化生产流程，提高其盈利能力。

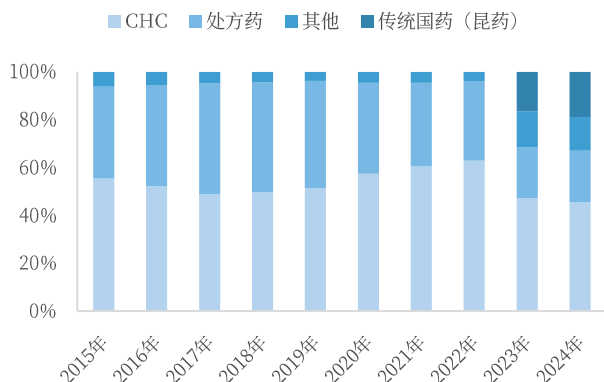
2024 年 8 月 4 日，华润三九拟斥资 62 亿元人民币收购天士力 4.18 亿股股份，占天士力总股本的 28%。此次权益变动完成后，华润三九将成为天士力的控股股东，中国华润将成为天士力的实际控制人，项目持续推进中。天士力在创新中药研发领域技术优势明显，2024 年研发投入达 10.39 亿元，研发费用 8.3 亿元，在中药上市企业中位居前列。天士力拥有 98 款在研产品，包含 33 款 1 类创新药，涵盖中药、化药、生物药；27 款处于临床试验阶段，22 款正在临床 II、III 期阶段。

二、家中常备药市占率领先，业务边界不断拓展

华润三九以 CHC 等家中常备药为基本盘，致力于成为大众医药健康产业的引领者。CHC 自我诊疗业务包含 OTC、专业品牌、大健康 and 康复慢病四条业务线，目前公司已成为国内 OTC 领域品牌+渠道的龙头企业，不仅拥有较高的品牌辨识度，而且产品终端药店覆盖率高，已覆盖全国超过 40 万家药店，999 感冒灵颗粒现为终端零售药店引流产品。同时公司在品牌打造、渠道管理等方面均有优势。强大的品牌、渠道、销售网络，有利于公司持续提升新老产品的终端触达率和市占率。公司通过与海外巨头合作、并购国内优质企业，积极拓展和快速补充中药和大健康产品线，同时利用强大的渠道销售能力赋能新产品快速放量，产品盈利形成的现金流反哺公司产品线拓展。

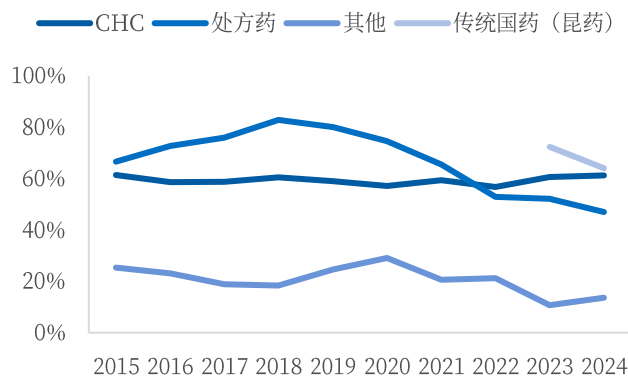
CHC 业务营收持续提升，毛利率维持较高水平。CHC 业务是公司营业收入的主要来源，销售收入逐年提高，由 2015 年的 44 亿元增长至 2024 年的 125 亿元。CHC 业务占总营收的比重大约维持在 50%，2022 年 CHC 业务占比 63%，2023 年-2024 年由于合并昆药集团的影响，CHC 营收占比出现下滑。同时，2015-2024 年 CHC 业务的毛利率维持较高水平，成本管控能力较强。

图11：华润三九业务比重分布



资料来源：wind，中国银河证券研究院

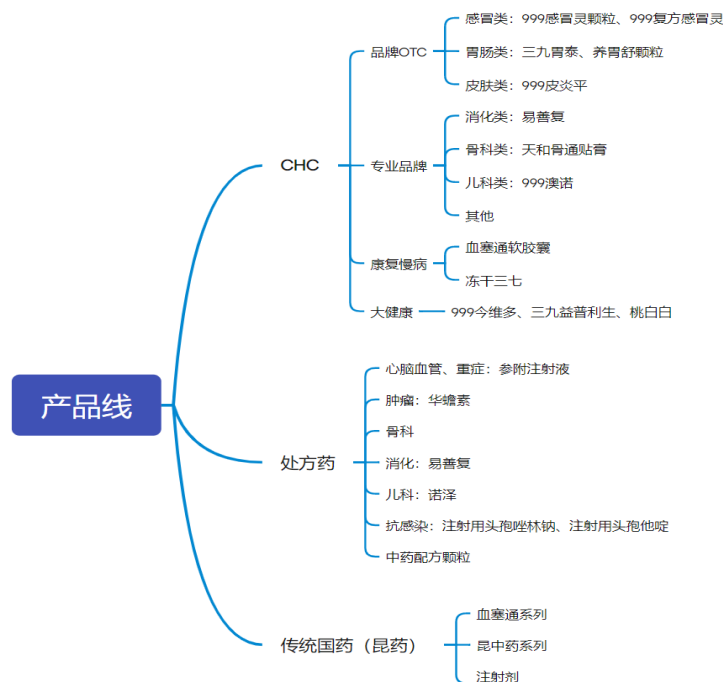
图12：华润三九业务毛利率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

CHC 业务品牌认可度高，处方药产品线丰富。目前 CHC 业务覆盖了感冒、儿科、肠胃、骨科等近十个品类，并积极向预防、康复等方向延伸，品牌影响力位居国内市场前列。处方药业务聚焦心脑血管、消化、儿科等核心治疗领域。

图13：华润三九产品线

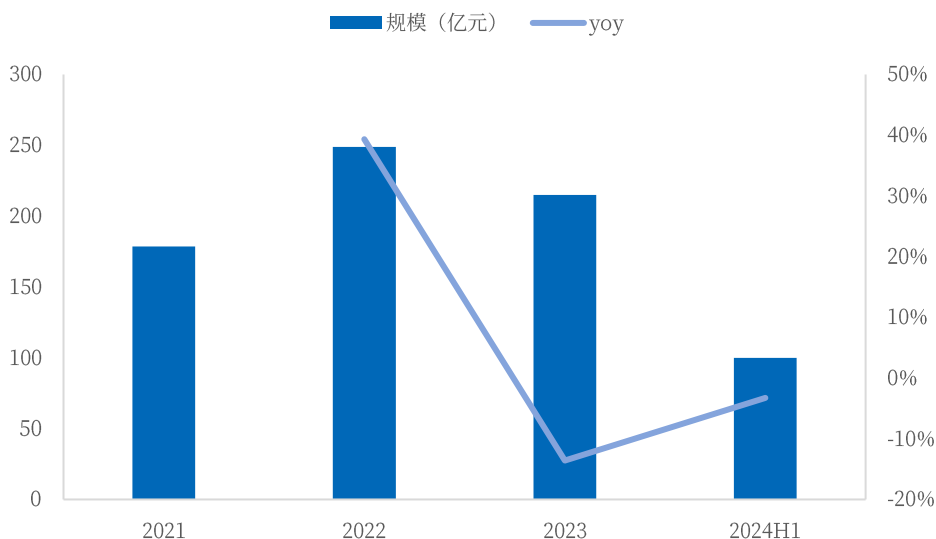


资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

1、感冒灵颗粒：999感冒灵颗粒作为华润三九的明星产品，多年来销售额持续攀升，稳居感冒类 OTC 药品前列，已成为零售药店的引流产品。感冒灵颗粒配方针对感冒常见症状，配合大规模的广告投放和品牌积累，在消费者心中树立起家中常备感冒药的品牌认知。

感冒中成药为畅销品种，市场规模较为稳定。米内网数据显示，2023 年中国三大终端六大市场感冒中成药销售额超过 210 亿元，2024 年上半年销售额超过 100 亿元，尽管受到疫情的周期影响，销售额自 2023 年出现下滑，但 2023 年销售额仍超过 2021 年的销售额。

图14：中国三大终端六大市场感冒中成药销售情况

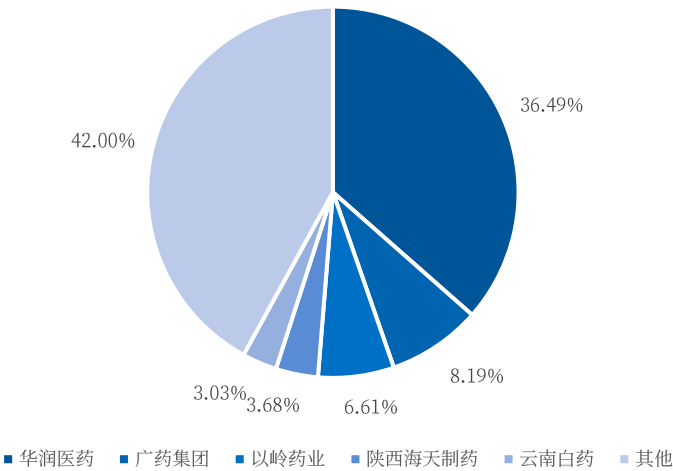


资料来源：米内网，中国银河证券研究院

华润医药感冒药品品牌竞争力强，市占率领先。2024 年上半年中国城市实体药店终端感冒中成药一级集团格局中，TOP5 一级集团分别为华润医药、广药集团、以岭药业、陕西海天制药、云南白药。其中，

华润医药占据的市场份额达 36.49%，位列第二的广药集团占比 8.19%，华润医药市占率显著领先。

图15：2024H1 中国城市实体药店终端感冒中成药销售额 TOP5 一级集团



资料来源：米内网，中国银河证券研究院

2、三九胃泰：在胃肠用药领域，三九胃泰是胃肠类 OTC 药品的头部产品。三九胃泰以其独特的中药配方，有效缓解胃痛、胃胀等症状，通过多年的品牌积累和医生推荐，在市场中拥有较高的忠诚度。

胃病中成药市场约百亿。中成药治疗胃病简单便捷，温和有效，逐渐受到患者青睐。米内网数据显示，2023 年在中国三大终端六大市场中成药胃药（胃炎、溃疡）合计市场规模为 104 亿元。在公立医疗终端，扬子江两大独家产品合计销售额较高；在实体药店终端，华润三九 4 个独家产品排名靠前；在网上药店终端，太极集团的独家口服液体剂涨幅较快。

实体药店终端华润三九独家胃药产品竞争力较强。2021 年以来在中国城市实体药店终端，中成药胃药（胃炎、溃疡）的市场规模保持正增长态势，2023 年增长率为 2.55%，销售额升至 28 亿元，为近九年最高值。华润三九在 2015-2023 年一直保持领军地位，近三年的市场份额均在 17% 以上。

表2：2023 年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 品牌

排名	产品名称	企业名称	增长率
1	康复新液	四川好医生攀西药业	-7%
2	三九胃泰颗粒	华润三九医药	-6%
3	和胃整肠丸	李万山药厂	79%
4	养胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	47%
5	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业	3%
6	舒腹贴膏	河南羚锐制药	56%
7	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	-10%
8	荜铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	-4%
9	摩罗丹（浓缩丸）	邯郸制药	-5%
10	复方鲜石斛颗粒	广西维威制药	-14%
11	香砂养胃丸	仲景宛西制药	27%
12	摩罗丹	邯郸制药	4%
13	快胃片	上海医药青岛国风药业	34%
14	温胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	6%
15	舒肝和胃丸	荣昌制药（淄博）	20%

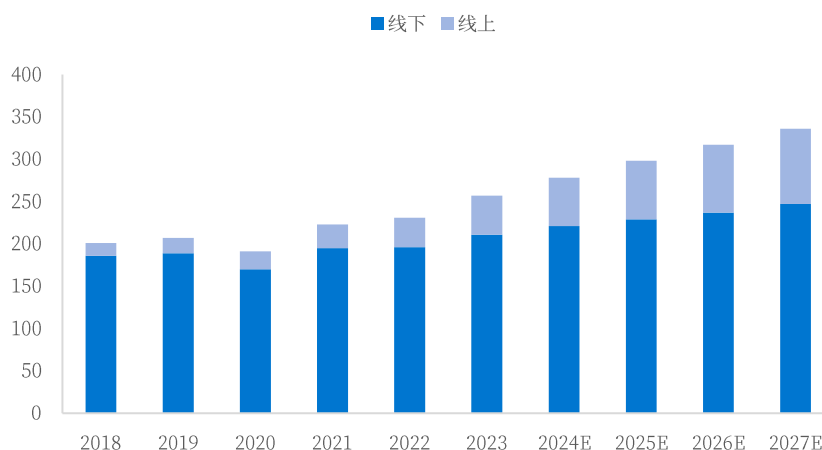
16	胃乐新颗粒	长春白求恩制药	41%
17	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪三药	0%
18	香砂六君丸	仲景宛西制药	29%
19	双金胃肠胶囊	陕西摩美得气血和制药	99%
20	荆花胃康胶丸	天士力医药集团	5%

来源：米内网，中国银河证券研究院

3、皮炎平：“红色装”皮炎平化学成分为复方醋酸地塞米松乳膏；“绿色装”皮炎平化学成分为糠酸莫米松凝胶。两种成分均为糖皮质激素，具有抗炎、止痒、抗过敏作用，可以用于皮炎、湿疹、接触性皮炎、局部瘙痒、脂溢性皮炎等。

皮肤病用药市场需求日益增长，市场参与者众多。2023 年国内皮肤药市场规模达 257 亿元，线上渠道占比逐渐扩大。线上市场方面，2021 至 2024 年 7 月，皮肤用药线上市场持续增长，2023 年销售额达 56.9 亿元，同比增长 2.8%。

图16：中国皮肤病用药市场规模（亿元）



资料来源：魔镜洞察，中国银河证券研究院

4、澳诺：华润三九收购澳诺制药后，其核心产品葡萄糖酸钙锌口服溶液表现突出，用于治疗因缺钙、锌引起的疾病，包括骨质疏松、手足抽搐症、骨发育不全、佝偻病、妊娠妇女和哺乳期妇女、绝经期妇女钙的补充，小儿生长发育迟缓，食欲缺乏，厌食症，复发性口腔溃疡以及痤疮等。凭借精准的营养补充定位，以及广泛的渠道推广，其终端销售表现较好。据米内网数据，澳诺 2024 年 Q1-Q3 中国城市实体药店终端销售额 16 亿元。

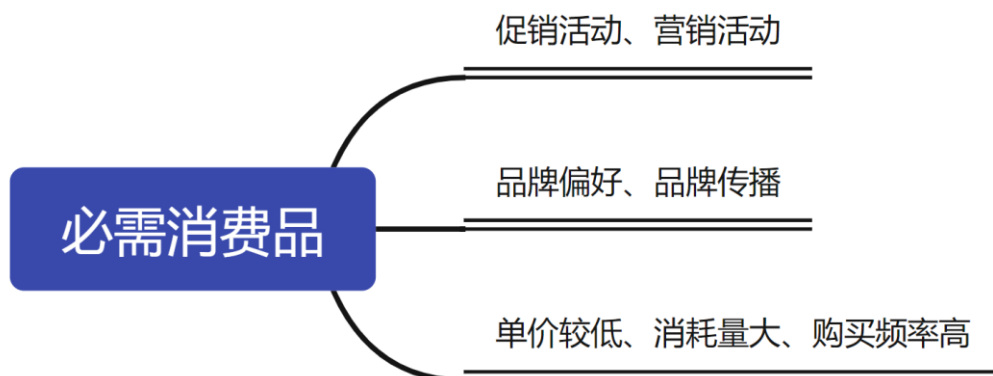
积极拓展产品线，增加 CHC 业务硬实力。2015 年以来公司积极并购多家制药企业，补充产品包括口服心脑血管药物血塞通软胶囊、钙剂、维生素类产品等。通过并购丰富公司产品线，同时借助三九强大的产品销售渠道，赋能产品销售，业务边界不断拓展。

三、品牌和渠道价值稀缺，综合实力名列前茅

（一）品牌价值构建公司护城河

品牌是 CHC 商业竞争的生命线。医药属于生活必需消费品，尤其是 CHC 自我诊疗产品，其消费品属性明显，具有单价较低、消耗量大、购买频率较高的特点。消费者在选购相应的产品时候，具有较为明显的品牌偏好，也会较为关注促销活动，具有较为显著的价格敏感性。

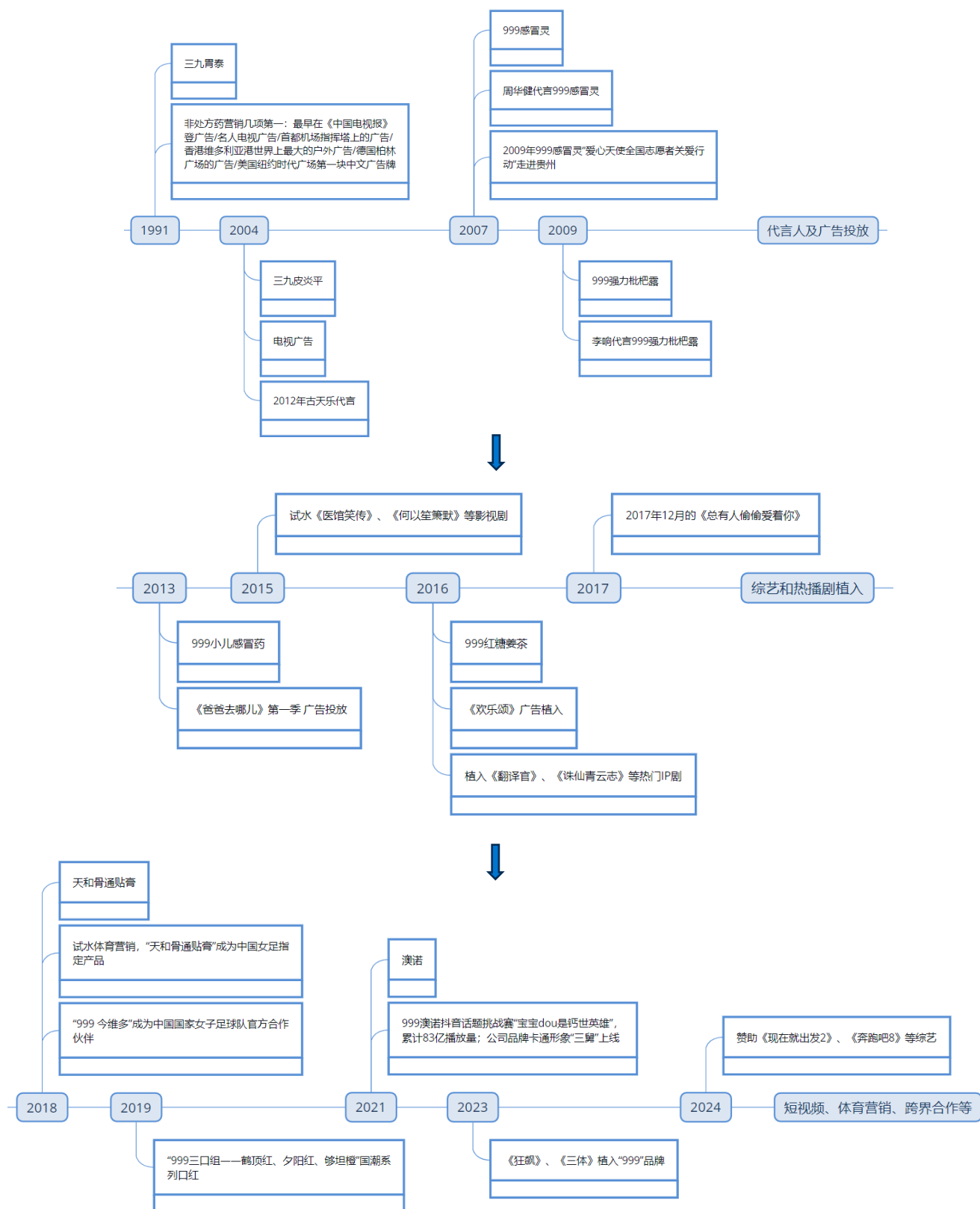
图17：必需消费品属性



资料来源：中国银河证券研究院绘制

近 30 年深耕品牌建设，与大众的品牌沟通方式与时俱进。华润三九的品牌建设历程可追溯至上世纪 90 年代，当时三九集团推出“999”品牌，以“999 胃泰”为先锋产品，凭借其显著疗效和易记的品牌标识，迅速在市场崭露头角。随后，公司持续推出 999 感冒灵等产品，通过大规模的广告投放，尤其是在央视等主流媒体的高频次曝光，“999”品牌知名度大幅提升。华润三九持续探索新的品牌营销模式，2013 年进行综艺和热播剧的品牌植入，进一步扩大品牌影响力。2018 年以来，公司涉猎短视频、体育营销、跨界联名等，品牌沟通方式与时俱进。此外，华润三九长期参与公益活动，如“关爱儿童健康”公益活动等，塑造了良好品牌形象。近 30 年的品牌耕耘，公司不断优化品牌管理，整合旗下产品线，强化“999”品牌的核心价值。

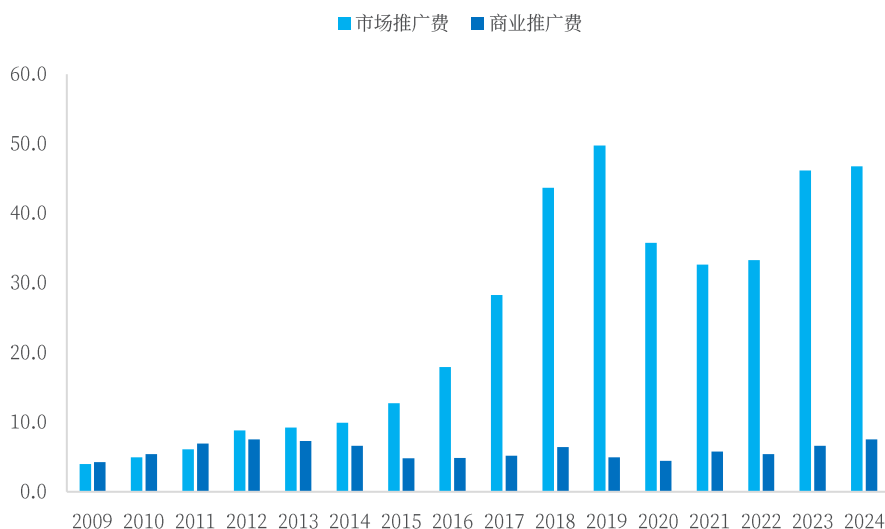
图18: CHC 品牌营销历程



资料来源: 中国银河证券研究院绘制

伴随品牌宣传策略的更新，公司持续加强品牌营销投入。2000 年以来，“999”品牌已成为家喻户晓的医药品牌，市场影响力不断扩大。近年来公司依然重视产品品牌建设，持续加强市场推广费用，2015 年后市场推广费用迅速增长，2024 年已达到 47 亿元体量。

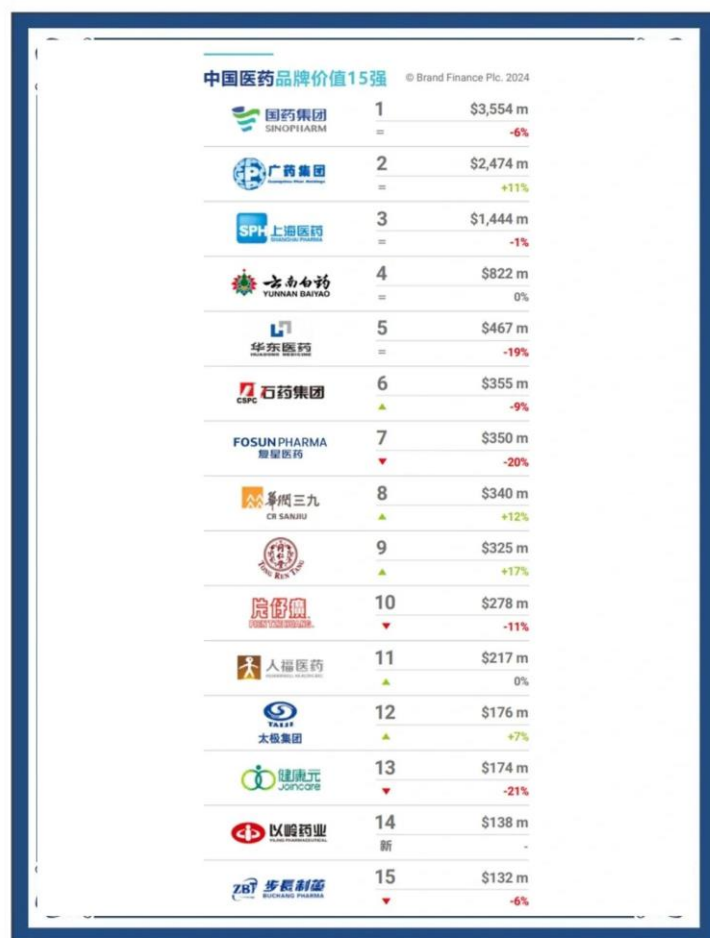
图19：市场推广费用和商业推广费用（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

品牌价值日益凸显。品牌价值被理解为品牌所有者通过在公开市场上许可该品牌所获得的净经济收益。英国品牌评估机构“品牌金融”(Brand Finance)发布了“2024 年中国最具价值医药品牌榜单报告”，对 2024 年最具价值的 15 个中国医药品牌进行了分析和排名，其中华润三九排名第 8 位，品牌价值达到 3.4 亿美元，在中医药品牌中仅次于广药集团、云南白药，位列第三名。

图20：中国医药品牌价值榜



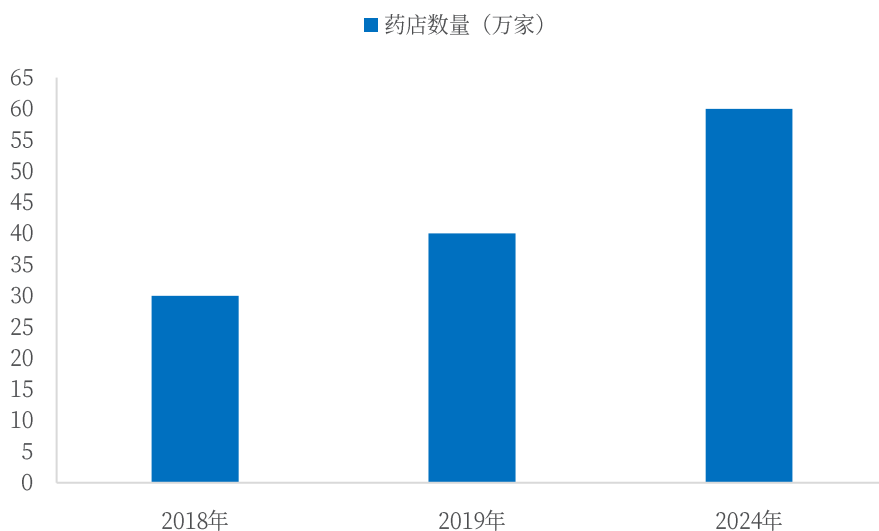
资料来源：Brand Finance，中国银河证券研究院

品牌带动产品：旗下多个产品市场认可度高，有望带来长期增长动力。历经多年发展积淀，华润三九推出的“999”系列品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度。“999”系列感冒药、胃药、皮肤药等产品终端销售亮眼，另有天和牌系列骨科产品在终端销量在相关品类中居于领先地位。三九旗下各品牌认可度高，具有稀缺性，有望在医药新零售时代趋势下进一步提高市占率，具备长期增长潜力。

（二）渠道能力强大，加码数字化转型

强大的渠道体系管理和终端覆盖是公司的核心优势之一。CHC 业务依托于三九商道客户体系，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛深入合作，覆盖全国超过 60 万家药店，线上与京东大药房、阿里健康大药房、平安好医生等建立战略合作，深入挖掘线上增长潜力及营销模式。处方药覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，并积极探索互联网医疗市场。

图21：终端药店覆盖数量



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

与时俱进成立数字化中心，新零售渠道变革中“三步走”。随着购药行为不断向线上迁移，公司紧密关注线上数字化及新零售趋势，通过强化构建数字化中心、深化电商平台合作，布局互联网医疗平台、调整产品结构、转移品牌投放、推动线上线下融合、建立新型营销合作关系以及加强新零售基础设施建设等一系列举措，积极应对线上数字化及新零售趋势，不断提升企业的核心竞争力和市场影响力。2024 年 618 电商大促活动中，感冒咳嗽类、痔疮类、肝胆用药类、维矿物质类等多个品类保持排名领先。

数字化赋能销售、制造、患者管理，综合实力进一步提升。除了数字化中心，公司在智能制造、数智医疗等方面亦有布局。智能制造是公司重点打造的核心优势之一，通过智能制造新技术实现质量可视、可感知以及产品生产端到端的全程可控、可优化。公司深蓝（智能制造）实验室运用 5G、区块链、数字孪生、云计算、AI 智能生产设备等技术升级传统药品制造体系，加快数字化转型及中药现代化进程。公司多个生产基地持续推进智能制造建设工作，如观澜基地、雅安三九、华润金蟾等标杆工厂。

2024 腾讯全球数字生态大会数智医疗专场上，华润三九与腾讯云签订战略合作协议，打造“三舅健康管家”，它是基于腾讯医疗大模型、云计算等新技术搭建的 AI 智能助手，致力于向用户提供便捷与高效的健康服务，并将通过用户反馈和大模型基础能力的提升不断迭代。当下以健康需要为导向的数字化、个性化健康管理蓬勃发展，依托腾讯，华润三九将全面升级健康管理的服务能力。

图22：“三舅健康管家”智能体



资料来源：腾讯元宝 app，中国银河证券研究院

（三）同行业中综合实力名列前茅

在优质中药公司中，华润三九在多项指标上表现突出。在营收方面，华润三九 2023 年营收 247 亿元，2020-2023 年复合增长率（CAGR）为 22%，主要由于 2023 年并购昆药集团影响。济川药业 2023 年营收为 97 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 16%；同仁堂 2023 年营收为 179 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 12%；云南白药 2023 年营收为 391 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 6%。

净利率层面，华润三九 2023 年净利率为 13%，近年来稳定在 12-14% 之间，与同行业水平接近；济川药业 2023 年净利率为 29%，处于行业领先水平；同仁堂 2023 年净利率为 14%；云南白药 2023 年净利率为 11%。

ROE（净资产收益率）层面，华润三九 2023 年为 16%，2024 年为 17%，近 5 年来持续增长。济川药业 2023 年为 23% 左右，同仁堂 2023 年为 13%，云南白药 2023 年为 11%。

分红比例层面，华润三九 2023 年为 52%，2024 年现金分红比例 50%，近 4 年来维持较高水平。济川药业 2023 年为 42% 左右，同仁堂 2023 年为 41%，云南白药 2023 年为 91%，近年来持续维持高水平分红。

综合来看，华润三九在营收体量、盈利能力及稳定性、分红比例等多方面具备优势，综合实力强劲。

表3：同行业经营能力对比

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入（亿元）					
济川药业	62	76	90	97	-
同仁堂	128	146	154	179	-
云南白药	327	364	365	391	-
华润三九	136	153	181	247	276
销售净利率					
济川药业	21%	23%	24%	29%	-
同仁堂	13%	13%	14%	14%	-
云南白药	17%	8%	8%	11%	-
华润三九	12%	14%	14%	13%	14%
ROE(加权)					
济川药业	20%	20%	22%	23%	-
同仁堂	11%	12%	13%	13%	-
云南白药	14%	8%	8%	11%	-
华润三九	12%	14%	15%	16%	17%
现金分红比例					
济川药业	31%	35%	37%	42%	-
同仁堂	36%	32%	31%	41%	-
云南白药	89%	73%	90%	91%	-
华润三九	31%	41%	40%	52%	50%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 业务拆分

我们对公司业务的未来预测如下:随着核心产品销量的稳步提升,以及产品线的不断丰富,预计 2025-2027 年公司业务营业收入达到 307/338/373 亿元,同比增速分别为 11%/10%/10%。考虑到公司管理效率较好,产品营销策略、研发策略将延续公司长期发展战略规划,预期未来销售费用率、管理费用率、研发费用率保持稳定。

1) 非处方药:主要由于 OTC 产品价格自主可控,且公司渠道和品牌优势显著,预期 2025-2027 年 CHC 业务营业收入达到 137/148/160 亿元,同比增速分别为 10%/8%/8%,毛利率分别为 61%/61%/61%。

2) 中药处方药:由于处方药价格受医保、集采等限制,预期 2025-2027 年处方药业务营业收入达到 66/73/80 亿元,同比增速分别为 10%/10%/10%;毛利率分别为 45%/45%/45%。

3) 传统国药(昆药):借助三九商道赋能昆药集团的发展和产品销售,预计 2025-2027 年传统国药(昆药)营业收入达到 63/75/89 亿元,增速分别为 20%/20%/18%,毛利率分别为 65%/68%/70%。

4) 零售、包装印刷、其他主营业务:由于 2023 年并表昆药集团,该板块营收实现快速增长,未来该业务预计表现较为稳健,预计 2025-2027 年营业收入达到 41/42/44 亿元,同比增速分别为 4%/4%/4%,毛利率分别为 20%/20%/20%。

表4: 分业务收入预测

收入(百万元)	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	180.79	247.39	276.17	306.65	338.38	372.72
YOY	18%	37%	12%	11%	10%	10%
成本	83.13	115.67	126.17	144.55	154.22	165.04
毛利率	54%	53%	54%	53%	54%	56%
1、非处方药	113.84	117.07	124.82	137.30	148.29	160.15
YOY	23%	3%	7%	10%	8%	8%
成本	49.28	46.12	48.85	53.74	58.03	62.68
毛利率	57%	61%	61%	61%	61%	61%
2、中药处方药	59.76	52.2	60.06	66.07	72.67	79.94
YOY	12%	-13%	15%	10%	10%	10%
成本	28.19	24.98	31.52	36.34	39.97	43.97
毛利率	53%	52%	48%	45%	45%	45%
3、传统国药(昆药)	-	40.87	52.13	62.56	75.07	88.58
YOY	-	-	28%	20%	20%	18%
成本	-	11.31	18.75	21.89	24.02	26.57
毛利率	-	72%	64%	65%	68%	70%
4、零售、包装印刷、其他主营业务	7.19	37.25	39.16	40.73	42.36	44.05
YOY	4%	418%	5%	4%	4%	4%
成本	5.66	33.26	27.04	32.58	33.88	35.24

毛利率	21%	11%	31%	20%	20%	20%
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）绝对估值

我们采用三阶段 DCF 法进行绝对估值。第一阶段为 2025-2027 年，参照本节及附录中盈利预测；第二阶段为 2028-2033 年，我们假设过渡期增长率为 8%；第三阶段为 2033 年以后，我们假设永续增长率为 2.0%。我们对永续增长率和贴现率两个参数进行敏感性分析，在二者正负波动 0.2% 的情况下，公司合理每股价值区间为 48.70-51.82 元，对应市值 625-666 亿元。

表5：基本假设及关键参数

估值假设	参数设置
预测期年数	3
过渡期年数	6
过渡期增长率	8.00%
永续增长率	2.00%
贝塔值 (β)	1.05
无风险利率 (R_f)	1.83%
市场预期收益率 (R_m)	12.50%
有效税率 (T)	16.00%
债务资本成本 K_d	4.45%
债务资本成本比重 W_d	6.11%
股权资本成本 K_e	13.03%
加权平均资本成本 WACC	12.47%

资料来源：wind，中国银河证券研究院

表6：绝对估值敏感性分析（百万元）

目标价		折现率						
		11.87%	12.07%	12.27%	12.47%	12.67%	12.87%	13.07%
永续 增长 率	1.40%	66,589.92	65,215.23	63,892.77	62,619.71	61,393.38	60,211.32	59,071.24
	1.60%	67,285.47	65,875.49	64,520.00	63,215.98	61,960.62	60,751.30	59,585.59
	1.80%	68,008.67	66,561.48	65,171.20	63,834.61	62,548.73	61,310.79	60,118.21
	2.00%	68,761.18	67,274.73	65,847.78	64,476.89	63,158.91	61,890.88	60,670.07
	2.20%	69,544.84	68,016.90	66,551.24	65,144.20	63,792.40	62,492.72	61,242.26
	2.40%	70,361.61	68,789.78	67,283.22	65,838.03	64,450.59	63,117.57	61,835.90
	2.60%	71,213.65	69,595.32	68,045.50	66,559.98	65,134.92	63,766.77	62,452.23

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（三）相对估值

我们选取 3 家中药 OTC 公司济川药业、云南白药、同仁堂作为可比公司，2025 年 PE 均值为 18 倍。公司估值水平低于可比公司 PE 均值，考虑到公司具有明显的平台和品牌价值，外延并购能力较强，我们认为公司估值有提升空间。

表7：同行业公司盈利情况及估值预测（以3月14日收盘价计算）

代码	公司	总市值（亿）	归母净利润预测（亿元）			PE (X)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600566.SH	济川药业	270.70	28.23	26.72	30.07	10	10	9
600085.SH	同仁堂	512.38	16.69	17.18	19.68	31	30	26
000538.SZ	云南白药	994.90	40.94	45.30	50.03	24	22	20
平均			28.62	29.74	33.26	22	21	18
000999.SZ	华润三九	542.49	28.53	33.68	38.73	19	16	14

资料来源：wind，中国银河证券研究院

（四）投资建议

公司作为国内 CHC 龙头企业，品牌优势明显，外延并购+内生发展两步走，将带来产品结构优化升级，2025-2027 年归母净利润预计为 38.73/45.21/52.75 亿元，对应增速为 15.01%/16.73%/16.67%，PE 分别为 14/12/10 倍，估值水平低于可比公司 PE 均值，考虑到公司具有明显的平台和品牌价值，外延并购能力较强，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

- 1.宏观经济压力增大致医药消费能力增长不足的风险。宏观经济压力可导致地方财政紧张，医保政策如 DRG/DIP 的严格执行对医药消费造成较大压力。居民自主消费意愿可能会下降，影响医药消费的增长。
- 2.医保支付等政策不及预期的风险。医保基金的可持续性、支付标准、商业保险、政策执行以及监管等方面，影响药品的市场准入和支付情况。
- 3.集采或收费降价超出市场预期的风险。集采或收费降价超出市场预期或导致企业的利润被挤压，影响市场竞争、药品质量和供应保障等。

图表目录

图 1: 华润三九旗下部分子公司业务	4
图 2: 华润三九营业收入（亿元）	4
图 3: 华润三九归母净利润和经营性现金流（亿元）	4
图 4: 华润三九毛利率和净利率	5
图 5: 华润三九货币资金（亿元）和分红比例	5
图 6: 华润三九营业收入构成（亿元）	5
图 7: 华润三九 ROE	5
图 8: 华润三九 PE-band	5
图 9: 研发费用（亿元）和研发费用率	6
图 10: 外延并购历程	7
图 11: 华润三九业务比重分布	8
图 12: 华润三九业务毛利率	8
图 13: 华润三九产品线	9
图 14: 中国三大终端六大市场感冒中成药销售情况	9
图 15: 2024H1 中国城市实体药店终端感冒中成药销售额 TOP5 一级集团	10
图 16: 中国皮肤病用药市场规模（亿元）	11
图 17: 必需消费品属性	12
图 18: CHC 品牌营销历程	13
图 19: 市场推广费用和商业推广费用（亿元）	14
图 20: 中国医药品牌价值榜	15
图 21: 终端药店覆盖数量	16
图 22: “三舅健康管家”智能体	17
表 1: 研发管线	6
表 2: 2023 年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 品牌	10
表 3: 同行业经营能力对比	18
表 4: 分业务收入预测	19
表 5: 基本假设及关键参数	20
表 6: 绝对估值敏感性分析（百万元）	20
表 7: 同行业公司盈利情况及估值预测（以 3 月 14 日收盘价计算）	21

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21875.68	25765.93	29586.98	33905.49
现金	5016.83	7286.73	9471.62	12227.33
应收账款	6610.25	7379.71	8180.80	8982.23
其它应收款	309.25	269.99	321.34	355.92
预付账款	508.58	591.59	622.39	663.37
存货	4932.68	5534.96	5996.02	6335.12
其他	4498.09	4702.95	4994.83	5341.52
非流动资产	18206.29	18347.10	18424.88	18509.91
长期投资	432.17	510.61	589.05	667.49
固定资产	6136.81	6138.82	6095.40	5986.34
无形资产	3377.88	3347.39	3311.73	3270.91
其他	8259.43	8350.28	8428.70	8585.17
资产总计	40081.97	44113.04	48011.86	52415.40
流动负债	13605.33	15327.64	16429.71	17652.54
短期借款	855.57	905.57	955.57	1005.57
应付账款	2323.01	2667.98	2847.07	3019.28
其他	10426.75	11754.09	12627.07	13627.69
非流动负债	1220.33	1269.69	1329.69	1329.69
长期借款	177.94	177.94	177.94	177.94
其他	1042.39	1091.75	1151.75	1151.75
负债合计	14825.66	16597.32	17759.39	18982.22
少数股东权益	5353.20	5673.01	6149.05	6692.13
归属母公司股东权益	19903.11	21842.70	24103.41	26741.05
负债和股东权益	40081.97	44113.04	48011.86	52415.40

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4402.20	5078.25	5313.71	6306.57
净利润	3777.74	4193.23	4997.47	5818.35
折旧摊销	900.26	862.21	925.24	917.98
财务费用	36.06	22.74	24.84	26.34
投资损失	-31.12	-44.28	-37.32	-45.64
营运资金变动	-483.27	51.95	-584.10	-389.97
其它	202.54	-7.60	-12.42	-20.49
投资活动现金流	-1130.41	-951.14	-953.28	-936.88
资本支出	-784.90	-698.98	-694.16	-686.09
长期投资	-324.16	-201.44	-201.44	-201.44
其他	-21.35	-50.72	-57.68	-49.36
筹资活动现金流	-4628.60	-1860.09	-2175.55	-2613.97
短期借款	-30.08	50.00	50.00	50.00
长期借款	-1624.99	0.00	0.00	0.00
其他	-2973.53	-1910.09	-2225.55	-2663.97
现金净增加额	-1353.94	2269.90	2184.88	2755.71

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27616.61	30664.81	33837.93	37271.59
营业成本	13295.62	14454.38	15422.12	16503.20
营业税金及附加	294.78	339.76	370.71	406.38
营业费用	7220.12	8512.55	9455.33	10436.05
管理费用	1657.81	1841.59	2049.11	2348.11
财务费用	-24.19	-22.43	-43.03	-63.38
资产减值损失	-163.29	-6.74	-6.74	-6.74
公允价值变动收益	9.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	31.12	44.28	37.32	45.64
营业利润	4475.03	5010.25	5985.35	6997.90
营业外收入	141.81	51.29	51.29	51.29
营业外支出	23.23	50.21	50.21	50.21
利润总额	4593.61	5011.32	5986.43	6998.98
所得税	815.87	818.09	988.96	1180.63
净利润	3777.74	4193.23	4997.47	5818.35
少数股东损益	409.85	319.81	476.04	543.08
归属母公司净利润	3367.89	3873.42	4521.43	5275.27
EBITDA	5304.31	5851.10	6868.64	7853.58
EPS（元）	2.62	3.02	3.52	4.11

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11.63%	11.04%	10.35%	10.15%
营业利润	19.23%	11.96%	19.46%	16.92%
归属母公司净利润	18.05%	15.01%	16.73%	16.67%
毛利率	51.86%	52.86%	54.42%	55.72%
净利率	12.20%	12.63%	13.36%	14.15%
ROE	16.92%	17.73%	18.76%	19.73%
ROIC	13.63%	14.43%	15.61%	16.47%
资产负债率	36.99%	37.62%	36.99%	36.21%
净负债比率	-14.68%	-21.32%	-26.25%	-31.85%
流动比率	1.61	1.68	1.80	1.92
速动比率	1.17	1.24	1.36	1.49
总资产周转率	0.69	0.73	0.73	0.74
应收账款周转率	4.32	4.38	4.35	4.34
应付账款周转率	5.67	5.79	5.59	5.63
每股收益	2.62	3.02	3.52	4.11
每股经营现金	3.43	3.95	4.14	4.91
每股净资产	15.50	17.01	18.77	20.82
P/E	15.98	13.89	11.90	10.20
P/B	2.70	2.46	2.23	2.01
EV/EBITDA	10.04	8.19	6.68	5.50
P/S	1.95	1.75	1.59	1.44

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，医药行业首席分析师。上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

宋丽莹，复旦大学公共卫生硕士，2024年入职银河证券研究院，在中医药、生物制品、创新药产业链等领域有深度的研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn