



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年03月17日

### 基础数据

03月14日收盘价（元）	41.90
总市值（亿元）	538.12
总股本（亿股）	12.84

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证医药】华润三九：三季度业绩表现稳健，看好品牌势能持续释放-2024.11.05

【兴证医药】华润三九：2024年Q1业绩增长良好，高基数下表现超预期-2024.04.24

【兴证医药】华润三九：全年业绩增长稳健，持续推进昆药融合-2024.03.28

### 分析师：孙媛媛

S0190515090001

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

### 分析师：董晓洁

S0190522080005

dongxiaojie@xyzq.com.cn

华润三九(000999.SZ)

## 2024年内生发展稳健，并购融合持续推进

### 投资要点：

- **2024年公司实现业务高质量发展，收入利润均实现较快增长。**2024年公司实现营业收入276.17亿元，同比增长11.63%；归母净利润33.68亿元，同比增长18.05%；扣非归母净利润31.18亿元，同比增长15.01%，提前完成“十四五”目标。2024Q4单季度公司实现营收78.76亿元，同比增长28.47%；归母净利润4.08亿元，同比下滑9.39%；扣非归母净利润3.66亿元，同比下滑10.27%。公司预计2025年公司营业收入将实现双位数的增长，净利润将匹配营收增长水平。
- **自我诊疗业务全域拓展，处方药业务稳中求变。**自我诊疗（CHC）业务2024年实现营收124.82亿元，同比增长14.13%，毛利率60.86%，同比增长0.67pct，公司持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合，打造全病程管理和全方位解决方案，并根据消费者用药趋势和体验，持续推动产品升级，拓宽销售渠道，打通线下连锁药店、商超及线上新零售渠道。处方药业务2024年实现营收60.06亿元，同比增长15.04%，毛利率47.51%，同比下滑4.64pct，公司持续提升产品的循证医学价值和商业化能力，国药业务主动变革，精准把握配方颗粒联采、饮片国采带来的市场重构契机，配方颗粒业务实现恢复性增长，饮片业务品种全面中选全国集采。
- **昆药业务融合深入，整合优化。**昆药集团与公司按照三年融合的规划稳步推进融合工作，2024年，昆药集团完成对华润圣火51%股权的收购，未来将对旗下的“络泰”及“理血王”血塞通软胶囊产品依据各自特点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，拓展业务领域，提升市场份额。
- **天士力并购持续推进，战略并购提升公司核心竞争力。**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。公司和天士力的战略布局高度契合，交易有利于双方发挥产业链协同效应，在创新研发、智能制造、渠道营销等领域相互赋能，增强全产业链核心竞争力。同时，有利于公司加快补充创新中药管线，建立在中药领域的引领优势。目前该项目待公司股东大会审议批准后正式实施。
- **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为37.72亿元、43.04亿元、49.10亿元，同比增长12.0%、14.1%、14.1%，对应2025年3月14日收盘价，PE为14.3、12.5、11.0倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场环境恶化、销售不及预期、行业政策变化、并购整合不及预期等风险。

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27617	30621	33783	37258
同比增长	11.6%	10.9%	10.3%	10.3%
归母净利润（百万元）	3368	3772	4304	4910
同比增长	18.1%	12.0%	14.1%	14.1%
毛利率	51.9%	52.3%	52.7%	53.1%
ROE	16.9%	17.3%	17.9%	18.6%
每股收益（元）	2.62	2.94	3.35	3.82
市盈率	16.0	14.3	12.5	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 事件

华润三九发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 276.17 亿元，同比增长 11.63%；归母净利润 33.68 亿元，同比增长 18.05%；扣非归母净利润 31.18 亿元，同比增长 15.01%。

## 点评

- **2024 年公司实现业务高质量发展，收入利润均实现较快增长。**2024 年公司实现营业收入 276.17 亿元，同比增长 11.63%；归母净利润 33.68 亿元，同比增长 18.05%；扣非归母净利润 31.18 亿元，同比增长 15.01%，提前完成“十四五”目标。2024Q4 单季度公司实现营收 78.76 亿元，同比增长 28.47%；归母净利润 4.08 亿元，同比下滑 9.39%；扣非归母净利润 3.66 亿元，同比下滑 10.27%。公司预计 2025 年公司营业收入将实现双位数的增长，净利润将匹配营收增长水平。
- **自我诊疗业务全域拓展，处方药业务稳中求变。**自我诊疗（CHC）业务 2024 年实现营收 124.82 亿元，同比增长 14.13%，毛利率 60.86%，同比增长 0.67pct，公司持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合，打造全病程管理和全方位解决方案，并根据消费者用药趋势和体验，持续推动产品升级，拓宽销售渠道，打通线下连锁药店、商超及线上新零售渠道。处方药业务 2024 年实现营收 60.06 亿元，同比增长 15.04%，毛利率 47.51%，同比下滑 4.64pct，公司持续提升产品的循证医学价值和商业化能力，国药业务主动变革，精准把握配方颗粒联采、饮片国采带来的市场重构契机，配方颗粒业务实现恢复性增长，饮片业务品种全面中选全国集采。
- **昆药业务融合深入，整合优化。**昆药集团与公司按照三年融合的规划稳步推进融合工作，2024 年，昆药集团完成对华润圣火 51% 股权的收购，未来将对旗下的“络泰”及“理洸王”血塞通软胶囊产品依据各自特点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，拓展业务领域，提升市场份额。
- **天士力并购持续推进，战略并购提升公司核心竞争力。**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。公司和天士力的战略布局高度契合，交易有利于双方发挥产业链协同效应，在创新研发、智能制造、渠道营销等领域相互赋能，增强全产业链核心竞争力。同时，有利于公司加快补充创新中药管线，建立在中药领域的引领优势。目前该项目待公司股东大会审议批准后正式实施。

- **持续提质增效，盈利能力略有提升。**2024 年公司毛利率 51.86%，同比下降 1.39pct；归母净利率 12.20%，同比提升 0.66pct；销售费用率 26.14%，同比下降 2.01pct；管理费用率 6.00%，同比下降 0.16pct；研发费用率 2.90%，同比提升 0.01pct。
- **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 37.72 亿元、43.04 亿元、49.10 亿元，同比增长 12.0%、14.1%、14.1%，对应 2025 年 3 月 14 日收盘价，PE 为 14.3、12.5、11.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场环境恶化、销售不及预期、行业政策变化、并购整合不及预期等风险。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>21876</b>	<b>26040</b>	<b>30272</b>	<b>35125</b>
货币资金	5017	8302	11896	16103
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677
应收票据及应收账款	6690	7107	7391	7664
预付款项	509	581	628	690
存货	4933	5169	5351	5529
其他	3050	3204	3329	3463
<b>非流动资产</b>	<b>18206</b>	<b>17780</b>	<b>17292</b>	<b>16795</b>
长期股权投资	432	432	432	432
固定资产	6137	5892	5602	5268
在建工程	307	285	269	259
无形资产	3378	3211	3042	2870
商誉	5124	5124	5124	5124
其他	2829	2836	2823	2843
<b>资产总计</b>	<b>40082</b>	<b>43820</b>	<b>47564</b>	<b>51920</b>
<b>流动负债</b>	<b>13605</b>	<b>14942</b>	<b>15975</b>	<b>17254</b>
短期借款	856	806	756	706
应付票据及应付账款	3149	3606	3896	4282
其他	9601	10530	11324	12266
<b>非流动负债</b>	<b>1220</b>	<b>1220</b>	<b>1220</b>	<b>1220</b>
长期借款	178	178	178	178
其他	1042	1042	1042	1042
<b>负债合计</b>	<b>14826</b>	<b>16162</b>	<b>17196</b>	<b>18474</b>
股本	1284	1284	1284	1284
未分配利润	16121	17481	19003	20725
少数股东权益	5353	5829	6372	6991
<b>股东权益合计</b>	<b>25256</b>	<b>27658</b>	<b>30369</b>	<b>33446</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>40082</b>	<b>43820</b>	<b>47564</b>	<b>51920</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3368	3772	4304	4910
折旧和摊销	900	976	1038	1047
营运资金的变动	-483	307	251	492
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>4402</b>	<b>5713</b>	<b>6284</b>	<b>7177</b>
资本支出	-785	-481	-478	-458
长期投资	-324	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1130</b>	<b>-451</b>	<b>-443</b>	<b>-420</b>
债权融资	-1675	-50	-50	-50
股权融资	82	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-4629</b>	<b>-1981</b>	<b>-2247</b>	<b>-2550</b>
现金净变动	-1354	3285	3594	4206

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>27617</b>	<b>30621</b>	<b>33783</b>	<b>37258</b>
营业成本	13296	14591	15985	17487
税金及附加	295	306	345	378
销售费用	7220	7992	8817	9724
管理费用	1658	1837	2027	2236
研发费用	802	888	980	1081
财务费用	-24	-18	-52	-90
投资收益	31	31	35	38
公允价值变动收益	9	0	0	0
信用减值损失	-94	-100	-95	-90
资产减值损失	-163	-150	-130	-120
<b>营业利润</b>	<b>4475</b>	<b>5135</b>	<b>5850</b>	<b>6666</b>
营业外收支	119	45	55	73
<b>利润总额</b>	<b>4594</b>	<b>5180</b>	<b>5905</b>	<b>6738</b>
所得税	816	932	1058	1209
净利润	3778	4248	4847	5529
少数股东损益	410	476	543	619
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3368</b>	<b>3772</b>	<b>4304</b>	<b>4910</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>2.62</b>	<b>2.94</b>	<b>3.35</b>	<b>3.82</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	11.6%	10.9%	10.3%	10.3%
营业利润增长率	19.2%	14.7%	13.9%	13.9%
归母净利润增长率	18.1%	12.0%	14.1%	14.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	51.9%	52.3%	52.7%	53.1%
归母净利率	12.2%	12.3%	12.7%	13.2%
ROE	16.9%	17.3%	17.9%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.0%	36.9%	36.2%	35.6%
流动比率	1.61	1.74	1.89	2.04
速动比率	1.17	1.32	1.49	1.64
<b>营运能力</b>				
资产周转率	68.8%	73.0%	73.9%	74.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.62	2.94	3.35	3.82
每股经营现金	3.43	4.45	4.89	5.59
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	16.0	14.3	12.5	11.0
PB	2.7	2.5	2.2	2.0

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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投资损失的书面或口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn