

股权摊薄影响利润端， 看好 25 年恢复增长

核心观点

3月26日，公司发布2024年年度业绩公告，全年实现营业收入2576.7亿元，同比增长5.3%；实现归母净利润33.51亿元，同比下降13.1%，实现每股盈利0.53元，归母利润端低于我们预期。展望2025年，我们认为，公司商业板块有望在用药需求稳步释放下稳健增长；工业板块布局逐步优化，资源整合陆续推进，增长有望稳中向好；央国企改革持续推进，公司加速降本增效，叠加股权摊薄及联营公司减值等一次性因素消除，公司利润端增速有望快速恢复。

事件

公司发布2024年年度业绩公告，归母利润端低于我们预期

3月26日，公司发布2024年年度业绩公告，全年实现营业收入2576.7亿元，同比增长5.3%；实现归母净利润33.51亿元，同比下降13.1%，实现每股盈利0.53元，归母利润端低于我们预期。

董事会建议以现金方式派付截至2024年12月31日止年度的末期股息每股人民币0.052元。

简评

子公司股权摊薄及联营企业减值影响归母利润，主业盈利能力稳步提升

2024年全年，公司营业收入同比增长5.3%，主要由于：
1) 受益于用药需求增加、器械板块稳健增长及外延并购，公司医药分销板块收入稳健增长5.5%；2) 中药消费需求增加，中药OTC产品销售同比增长12.2%，带动制药业务收入增长6.6%。

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	244,704	257,673	277,549	299,358	322,975
YoY(%)	12.2	5.3	7.7	7.9	7.9
净利润(百万元)	3,854	3,351	3,685	4,061	4,477
YoY(%)	10.1	-13.1	10.0	10.2	10.2
毛利率(%)	15.7	15.8	15.9	16.0	16.2
净利率(%)	3.2	3.3	3.2	3.5	3.6
ROE(%)	8.4	6.9	7.4	7.8	8.3
EPS(摊薄/元)	0.61	0.53	0.59	0.65	0.71
P/E(倍)	7.8	8.9	8.1	7.4	6.7
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源: iFinD, 中信建投证券

华润医药(3320.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期: 2025年3月31日

当前股价: 5.24 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-3.85/-2.97	-5.76/-23.07	1.35/-40.53
12月最高/最低价(港元)		6.99/4.65
总股本(万股)		628,251.05
流通H股(万股)		628,251.05
总市值(亿港元)		329.20
流通市值(亿港元)		329.20
近3月日均成交量(万)		1097.99
主要股东		
华润集团(医药)有限公司		53.05%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医药商业】华润医药
24.09.10 (3320):主营利润稳定增长，经营质量
持续提升

2024年，公司净利润同比增长8.1%为84.03亿元，归母净利润同比下降13.1%，归母净利润增速慢于净利润端增长，主要由于：1）华润医药商业出让20%股权，摊薄部分利润；2）公司出售华润紫竹给华润双鹤，利润端亦存在摊薄影响；3）联营企业股权减值同比增加6亿元，应收账款减值同比增加2.6亿元。如剔除少数股东权益增加及非经常损益的影响，2024年公司归母净利润同比增长双位数。

董事会建议以现金方式派付截至2024年12月31日止12个月之末期股息每股人民币0.052元。

外延并购加速增长，统筹协同提升盈利能力

高质量外延并购，加速完善业务布局。1）公司增持参股公司润生药业，持续布局在呼吸领域的专业能力；2）博雅生物收购绿十字，增加4个单采血浆站及1张生产牌照；3）华润三九拟收购天士力28%股权，加强中药处方药布局；4）2025年2月，公司获取南格尔控股权，加速拓展医疗器械领域。

积极整合内部资源，加强业务协同效应。1）华润双鹤公告收购华润紫竹100%股权，有望协同贡献额外业绩增量；2）华润三九与华润生物医药达成产品销售合作，增强相关产品商业化能力。

聚焦核心产品，制药业务毛利率稳步提升

产品结构优化+工艺改进，制药业务毛利率稳步提升。2024年，公司制药板块收入同比增长6.6%为463.24亿元，其中中药、化药、生物药、营养保健品及其他增速分别为12.2%、2.8%、3.3%及-11.8%，中药板块贡献明显。受益于产品及业务结构优化，叠加工业改进及生产效率提升，制药板块毛利率上升0.3个百分点为59.4%，分部业绩同比增长10.3%为133.24亿元。

优化产业布局，拓展战略新领域。1）**注重投后管理，优化整体布局。**2024年，公司积极推进昆药集团、绿十字整合管理，通过四个重塑形成昆药集团战略规划，明确昆药集团成为银发健康产业的引领者的战略愿景并正式推出“777”品牌。全面对接绿十字采浆、生产、质量、信息化及营销业务，系统导入华润管理体系。2）**积极引进产品，丰富产品组合。**2024年，公司获取1.1类创新药速必一中国大陆地区20年独家代理权，完成对浙江百代乳果糖口服溶液的引进，与山东达因海洋生物制药签署维生素D滴剂（胶囊型）产品战略合作协议。我们认为，公司后续仍将继续推进内生外延同步增长，优化资源配置赋能规模提升。

强化产业链建设，推进营销模式转型。1）**强化产业链建设，提升产业韧性。**2024年，公司积极布局上游药材种植基地，累计种植面积达30万亩，100多个中药重点品种实现全过程可追溯。此外，公司积极落实化学原料制剂一体化战略，提升原料研发与工艺优化水平，低成本优势凸显。2）**积极参与集采，推进营销模式转型。**2024年，公司积极拥抱集采政策，已有49个品种中选集采，通过以价换量降低对收入及利润的影响，再借助集采产品引流，获取额外集采红利。此外，公司深耕慢病用药、基层用药以及专科用药市场，不断提升专业学术推广及服务能力，通过构建院内院外、线上线下的立体化营销体系加速产品放量。我们认为，依托于公司优秀的管控能力，公司生产、销售效率持续提升，新渠道+新产品有望带来新增量，并持续推动工业板块盈利能力提升。

加强研发支出，研发成果显著。2024年，公司研发支出24.37亿元，在研项目417个，其中创新药67个，经典名方50余首。2024年全年，公司共有27个化学药品注册批件，1个生物药获批上市，3首中药经典名方获批，14个产品通过一致性评价，多个项目申请IND或NDA，研发成果显著。此外，公司仍在布局合成生物三级产业体系，后续有望贡献额外增量。

专业化服务+多品类体系建设，医药分销板块稳健增长

分销板块稳健增长，毛利率维持稳定。2024 年全年，公司分销业务收入 2132.37 亿元，同比增长 5.5%，分销业务毛利率持平为 5.9%，分部业绩同比增长 2.8% 为 73.43 亿元。截至 2024 年底，公司分销网络已覆盖全国 28 个省份，客户数量约 27 万家，规模优势明显。

专业化+数字化+多元化，分销板块持续推进创新转型。1) **药品分销一体化转型。**2024 年，公司持续构建采购、营销、运营一体化体系，聚焦国内外有较高品牌及处方带动作用的产品，积极与上游厂商建立深度营销服务体系，实现终端加速放量。2) **医疗器械分销专业化。**2024 年，公司器械分销板块实现收入 334 亿元，同比增长 5%，其中 SPD 项目新增 25 个，SPD 集配收入同比增长 20%。同时，公司积极引进 9 个总代理器械产品，持续加强骨科、介入、IVD 等专业业务布局。3) **顺应处方外流趋势，打造数字化交易场景。**2024 年，公司获得北京首张中西医结合互联网医院三类牌照，加速构建线上交易平台，全年累计实现交易额 311 亿元。4) **多元化举措，积极拓展新业务。**2024 年，公司积极对接商保支付，与熠保科技在湖南、山东等地推出普惠门诊险，参保人数 90 万人，累计履约金额 474 万元。此外，公司加快动物保健领域、血液制品流通、数字疗法等业务布局。我们认为，公司药品器械分销主业增长趋势较为稳健，数字化线上平台及多元化创新业务均有望协同发展，进而为公司带来新增量。

专业药店表现较好，零售板块稳健增长

2024 年，公司零售业务合计实现营业收入 101.04 亿元，同比增长 5.5%，主要由于公司积极承接处方外流，DTP 品种收入同比增长 17% 为 69 亿元，毛利率同比下降 1.4 个百分点为 6.2%，主要由于毛利率较低的 DTP 品种业务收入占比增加。截至 2024 年，公司合计拥有零售药店 708 家，其中 DTP 门店 270 家。此外，公司积极推进线上零售业务发展，打造线上私域零售平台，持续提升用户粘性。我们预计，随着门诊统筹政策持续落地，处方外流大背景下零售业务或将加速贡献新动能。

一过性因素影响消除，主业有望维持稳健增长

展望 2025 年，我们认为，院内用药需求持续保持稳健增长，行业增速或将环比恢复，叠加公司器械分销、数字化交易等创新业务持续贡献额外增量，公司医药分销板块有望呈现稳健增长趋势。工业板块方面，公司持续推进外延并购及内部整合，资源及协同优势明显，收入及盈利能力有望同步提升。此外，公司持续深化央企改革，推动数字化及降本增效，叠加利润端一过性因素影响逐步消退，我们看好公司 2025 年业绩恢复增长。

毛利率稳健提升，其余指标基本稳定

2024 年全年，公司综合毛利率为 15.8%，同比上升 0.1 个百分点，主要由于制药业务占比及毛利率同步提升。销售费用率为 7.7%，同比基本持平；管理费用率为 2.6%，基本保持稳定；财务费用率为 0.6%，同比下降 0.1 个百分点，控费效果明显；经营活动净流入现金提升 12.8% 为 175.36 亿元。贸易应收款项周转天数为 137 天，基本保持稳定；存货周转天数增加 5 天为 57 天，主要由于备货规模扩大；贸易应付款项周转天数均同比增加 3 天为 94 天，基本保持稳定；现金周转天数提升 2 天为 100 天，基本保持稳定。其他财务指标基本保持稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 2775.49 亿元、2993.58 亿元和 3229.75 亿元，分别同比增长 7.7%、7.9% 及 7.9%，实现归母净利润分别为 36.85 亿元、40.61 亿元和 44.77 亿元，分别同比增长 10.0%、

10.2%及 10.2%，折合 EPS 分别为 0.59 元/股、0.65 元/股和 0.71 元/股，对应 PE 为 8.1X、7.4X、6.7X，维持“买入”评级。

风险分析

1) 药品集采风险：药品集中采购范围逐渐扩大，可能对公司产生一定的降价风险，影响公司部分业务收益，而且随着带量采购中标品种增加，其规模过大有可能对公司经营收入和利润产生较大影响。

2) 改革与业务转型风险：公司属于国企，倘若国企改革不及预期，员工长期激励效果不足，或对公司长期收入增长存在不利影响；

3) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，进而影响公司的长远发展；

4) 产品研发风险：倘若公司产品研发进度不及预期，或将损害公司长期业务竞争力。

5) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。

2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
弱于大市		相对跌幅 10%以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：(8610) 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk