

# 华润医药 (03320)

证券研究报告  
2025年04月09日

## 联营企业减值影响短期业绩，三大业务表现稳健

### 事件

2024年，公司实现营业收入2576.73亿元，同比+4.77%；归母净利润33.51亿元，同比-13.06%；扣非归母净利润33.51亿元，同比-0.61%。归母净利润同比下滑主要系联营公司减值等一次性项目影响，剔除该影响后，2024年公司归母净利润同比稳健增长13.1%。

### 三大分部业务增长稳健，制药业务毛利贡献突出

按业务拆分，2024年制药、医药分销、药品零售及其他三个主要业务分部的收入占比分别为16.1%、80.0%、3.9%。其中：1) 制药业务实现分部收入463.2亿元，同比+6.6%；实现分部毛利275.05亿元，同比+7.1%；实现分部业绩133.24亿元，同比+10.3%，中药、化学药、生物药收入均实现增长。2) 分销业务实现分部收入2132.37亿元，同比+5.5%；实现分部毛利125.07亿元，同比+5.2%；实现分部业绩73.43亿元，同比+2.8%。3) 零售业务实现分部收入101.04亿元，同比+5.5%；实现分部毛利6.25亿元，同比-14.7%；实现分部业绩0.91亿元，同比-26.5%。

### 费用率稳健，业务结构调整下盈利能力有所改善

2024年，公司实现毛利406.89亿元，同比增长6.1%，整体毛利率为15.8%，同比提高0.1个百分点，主要受益于制药业务毛利率水平提升拉动。2024年公司净利率为3.3%，同比提升0.1个百分点，销售费用率为7.7%，同比持平、管理费用率为2.6%，同比持平，其中制药板块销售费用率为30.6%，同比下降0.7个百分点，分销板块销售费用率为2.4%，同比提升0.1个百分点。

### 深化国企改革提升，激发组织长效活力

2024年，公司以提高核心竞争力、增强核心功能，更好服务国家战略为导向，改革工作取得明显成果。1) 华润医药商业完成引入战略投资者，交易对价共计人民币62.6亿元，提高了商业板块资源分配及运营效率。2) 强化市场化选聘及不胜任退出机制，东阿阿胶、江中药业陆续推出限制性股票激励计划。

### 盈利预测与估值

2024年，公司3大分部业务表现稳健，净利润下滑主要系联营公司一次性减值影响，2025年有望恢复常态。考虑到自2023年起公司披露口径改为人民币，同时2024年零售分部受到DTP占比提高的影响，分部业绩有所下滑，拖累整体业绩，我们将2025-2026年归母净利润预测由51.56/56.56亿港元调整为45.35/49.76亿港元，2027年归母净利润预测为53.77亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：** 并购整合不及预期风险，汇率风险，全球经济及跨国经营风险

### 投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 4.86港元

目标价格 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	6,282.51
港股总市值(百万港元)	30,533.00
每股净资产(港元)	8.29
资产负债率(%)	61.95
一年内最高/最低(港元)	7.11/4.61

### 作者

李臻 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110524120005  
lizhenb@tfzq.com杨松 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华润医药-公司点评:业绩稳健增长, 高质量外延拓展新增长点》 2024-04-10
- 《华润医药-公司点评:业绩稳健增长, 营运能力持续提升》 2023-09-11
- 《华润医药-公司点评:业绩表现基本符合预期, 内延外拓创新再发力》 2023-04-07

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com