

业绩承压, 资源整合优势提升长期竞争力

——华润三九 (000999) 点评报告

买入 (维持)

2025 年 05 月 06 日

事件:

3 月 13 日, 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现总营业收入 276.17 亿元 (+11.63%); 归母净利润 33.68 亿元 (+18.05%)。

4 月 29 日, 公司发布 2025 年一季报。2025Q1, 公司实现总营业收入 68.54 亿元 (-6.04%); 归母净利润 12.70 亿元 (-6.87%)。

投资要点:

CHC: 在去年流感高发高基数的情况下, 今年一季度感冒品类终端的实际动销情况相比较弱。公司感冒药, 胃药, 皮肤科保持平稳发展态势。公司今年新上市一个 3.2 类新药 999 益气清肺颗粒, 作为呼吸品类重要补充, 助力公司在呼吸感冒品类形成更有竞争壁垒的护城河。

处方药: 公司不断提升处方药产品线学术价值和竞争力, 并积极拥抱国药业务的集采。公司一季度完成对天士力 28% 的股权的收购, 持续提升行业整合优势。随着集采推进, 昆药集团有望获取更多空白市场新增空间。公司通过昆药渠道变革, 三七产品赋能等强化精品国药行业定位, 二季度有望进一步提升品牌和渠道的协同发力。整体看, 华润三九、天士力、昆药集团三家上市公司未来有望持续发挥各自禀赋核心能力, 深化协同各自差异化优势。

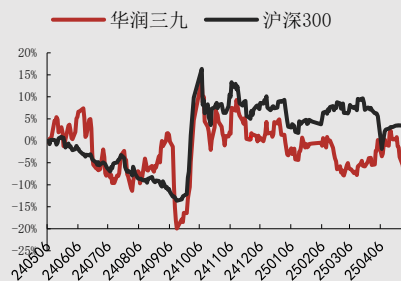
费用率方面, 2025Q1 销售/管理/财务费用率分别为 21.86%/5.13%/0.02%, 合计 27.01%, 同比增加 1.28 个百分点; 2025Q1 实现毛利率 53.28%, 同比减少 0.14 个百分点。公司一季度研发投入稳健, 公司重视大品种二次开发, 药材资源优化与工艺提升, 围绕核心产品如 999 感冒灵、999 天和骨通贴膏等, 开展药材资源优化、工艺改进和质量提升工作, 提升产品品质和市场竞争力。同时, 积极布局数字化与智能制造转型, 推进数字化转型, 通过 AI 技术和智能制造提升生产效率和产品质量, 构建全产业链竞争优势。

盈利预测与投资建议: 公司是中药 OTC 领域龙头企业, 在强大的收购实力基础上不断丰富中药产业链布局, 未来有望实现院内院外市场双轮

基础数据

总股本 (百万股)	1,284.30
流通 A 股 (百万股)	1,275.65
收盘价 (元)	41.12
总市值 (亿元)	528.10
流通 A 股市值 (亿元)	524.55

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

2024Q3 业绩承压, 战略并购稳步融合

CHC 业务稳增长, 强收购实力丰富中药产业链布局

拟收购天士力 28% 股份, 有望增强中药创新领域实力

分析师:

黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	27616.61	31171.90	34822.49	38588.52
增长比率 (%)	11.63	12.87	11.71	10.81
归母净利润 (百万元)	3367.89	3937.99	4505.89	5139.11
增长比率 (%)	18.05	16.93	14.42	14.05
每股收益 (元)	2.62	3.07	3.51	4.00
市盈率 (倍)	15.68	13.41	11.72	10.28
市净率 (倍)	2.65	2.42	2.19	1.98

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

驱动发展。在不考虑收购天士力影响的情况下，根据公司披露公告，我们调整公司盈利预测，预计 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 39.38/45.06/51.39 亿元（调整前为 38.17 亿元/42.28 亿元/-），对应 EPS3.07 元/股、3.51 元/股、4.00 元/股，对应 PE 为 13.41/11.72/10.28（对应 2025 年 4 月 30 日收盘价 41.12 元），维持“买入”评级。

风险因素：呼吸品类发病率变化、中药配方颗粒品种省级联采实施、集采提质扩面、DRG/DIP 支付方式在全国范围内推广等可能带来的影响

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27617	31172	34822	38589
同比增速 (%)	11.63	12.87	11.71	10.81
营业成本	13296	15296	16799	18337
毛利	14321	15876	18024	20251
营业收入 (%)	51.86	50.93	51.76	52.48
税金及附加	295	343	418	463
营业收入 (%)	1.07	1.10	1.20	1.20
销售费用	7220	8416	9541	10728
营业收入 (%)	26.14	27.00	27.40	27.80
管理费用	1658	1933	2142	2315
营业收入 (%)	6.00	6.20	6.15	6.00
研发费用	802	935	1045	1158
营业收入 (%)	2.90	3.00	3.00	3.00
财务费用	-24	-50	-55	-52
营业收入 (%)	-0.09	-0.16	-0.16	-0.13
资产减值损失	-163	-6	-8	-4
信用减值损失	-94	0	0	0
其他收益	290	312	348	386
投资收益	31	47	52	58
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	9	0	0	0
资产处置收益	31	125	139	154
营业利润	4475	4776	5465	6233
营业收入 (%)	16.20	15.32	15.69	16.15
营业外收支	119	0	0	0
利润总额	4594	4776	5465	6233
营业收入 (%)	16.63	15.32	15.69	16.15
所得税费用	816	716	820	935
净利润	3778	4060	4645	5298
营业收入 (%)	13.68	13.02	13.34	13.73
归属于母公司的净利润	3368	3938	4506	5139
同比增速 (%)	18.05	16.93	14.42	14.05
少数股东损益	410	122	139	159
EPS（元/股）	2.62	3.07	3.51	4.00

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	2.62	3.07	3.51	4.00
BVPS	15.50	17.02	18.76	20.75
PE	15.68	13.41	11.72	10.28
PEG	0.87	0.79	0.81	0.73
PB	2.65	2.42	2.19	1.98
EV/EBITDA	10.04	9.30	8.02	6.87
ROE	16.92%	18.02%	18.70%	19.28%
ROIC	13.63%	13.63%	14.44%	15.20%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5017	5233	5086	7157
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677
应收票据及应收账款	6690	7634	8614	9596
存货	4933	5736	6300	6877
预付款项	509	585	643	701
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	3050	3381	3714	4057
流动资产合计	21876	24248	26033	30065
长期股权投资	432	571	1129	1660
固定资产	6137	7060	8248	8108
在建工程	307	246	124	137
无形资产	3378	3684	4133	3951
商誉	5124	5124	5124	5124
递延所得税资产	643	640	640	640
其他非流动资产	2185	3644	3607	3544
资产总计	40082	45217	49037	53229
短期借款	856	856	856	856
应付票据及应付账款	3149	3697	4060	4432
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1861	2026	2263	2508
应付职工薪酬	1525	1836	2016	2200
应交税费	768	779	871	965
其他流动负债	6303	8145	8716	9301
流动负债合计	13605	16483	17925	19406
长期借款	178	178	178	178
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	343	342	342	342
其他非流动负债	699	881	881	881
负债合计	14826	17883	19326	20806
归属于母公司的所有者权益	19903	21859	24097	26649
少数股东权益	5353	5475	5614	5773
股东权益	25256	27334	29711	32423
负债及股东权益	40082	45217	49037	53229

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4402	4457	4832	5430
投资	-324	-157	-576	-495
资本性支出	-785	-3066	-2137	-285
其他	-21	2	52	58
投资活动现金流净额	-1130	-3221	-2661	-721
债权融资	-20	830	0	0
股权融资	82	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-1655	0	0	0
筹资成本	-2960	-2032	-2318	-2637
其他	-75	182	0	0
筹资活动现金流净额	-4629	-1020	-2318	-2637
现金净流量	-1354	217	-148	2072

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场