



股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.89
总股本/流通股本(亿股)	16.70 / 16.62
总市值/流通市值(亿元)	516 / 513
52周内最高/最低价	51.82 / 30.84
资产负债率(%)	37.0%
市盈率	11.75
第一大股东	华润医药控股有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

华润三九(000999)

内生夯实根基，外延铸造高质量发展动力引擎

● 面对 2024Q1 高基数，业绩承压

2025Q1 公司实现营业收入 68.54 亿元(-6.04%)，归母净利润 12.7 亿元(-6.87%)，扣非净利润 12.18 亿元(-8.25%)。随着中成药集采持续推进，叠加全球政经动荡加剧等宏观因素影响，终端市场中的药品零售市场整体增速放缓，此外，面对 2024Q1 流感高发的业绩高基数，公司营收利润有所承压。

● 推陈出新，夯实业务发展基本盘

公司 CHC 健康消费品业务方面，2025Q1 公司首个中药 3.2 类新药 999 益气清肺颗粒获批并正式发布，标志着华润三九呼吸品类实现全场景渗透的生态化布局，助力公司构建具有竞争壁垒的产品管线，巩固核心竞争优势。处方药业务方面，公司在行业重塑格局的过程中保持定力，强化医学引领，持续提升产品学术价值和产品竞争力，业务稳中有进、质效向好，彰显业务发展韧性。国药业务方面，公司通过主动变革、拥抱集采，实现稳健发展，为未来持续拓展市场奠定坚实基础。

● 持续整合行业资源，赋能昆药，完成天士力收购

公司围绕战略领域，积极推动行业优质资源整合，快速完善业务布局，培育新的业务增长点，拓展长期可持续的发展空间。

昆药集团紧抓银发机遇，持续深化与公司的融合重塑，培育转型动能；精品国药领域，围绕“昆中药 1381”品牌发展战略，聚焦昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等战略大单品，通过“全域媒体矩阵+精准场景营销”的双引擎驱动模式，强化“精品国药领先者”的品牌定位；慢病管理领域，持续聚焦三七全产业链，通过丰富“777”品牌内涵和产品布局，进一步提升零售渠道覆盖。

2025Q1 公司完成天士力 28% 股权的收购事项，天士力成为华润三九的控股子公司。公司将与天士力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，助力公司加快补充创新中药管线，建立在中药领域的引领优势。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2025-2027 年营收分别为 311.81、344.66、379.52 亿元，归母净利润分别为 38.56、43.92、49.81 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13、12、10 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

业务整合不及预期风险，集采扩面风险，市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27617	31181	34466	37952
增长率(%)	11.63	12.91	10.53	10.11
EBITDA（百万元）	5304.31	5859.11	6671.68	7419.07
归属母公司净利润（百万元）	3367.89	3856.46	4392.44	4980.55
增长率(%)	18.05	14.51	13.90	13.39
EPS(元/股)	2.02	2.31	2.63	2.98
市盈率（P/E）	15.31	13.37	11.74	10.35
市净率（P/B）	2.59	2.36	2.15	1.95
EV/EBITDA	10.04	7.85	6.54	5.44

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	27617	31181	34466	37952	营业收入	11.6%	12.9%	10.5%	10.1%
营业成本	13296	14643	16075	17611	营业利润	19.2%	11.1%	16.1%	13.5%
税金及附加	295	345	378	414	归属于母公司净利润	18.1%	14.5%	13.9%	13.4%
销售费用	7220	8693	9513	10437	获利能力				
管理费用	1658	1873	2087	2285	毛利率	51.9%	53.0%	53.4%	53.6%
研发费用	802	943	1013	1122	净利率	12.2%	12.4%	12.7%	13.1%
财务费用	-24	-81	-136	-184	ROE	16.9%	17.7%	18.3%	18.8%
资产减值损失	-163	-155	-155	-155	ROIC	13.6%	13.9%	14.7%	15.2%
营业利润	4475	4973	5772	6552	偿债能力				
营业外收入	142	76	90	103	资产负债率	37.0%	39.2%	38.7%	38.0%
营业外支出	23	31	35	30	流动比率	1.61	1.59	1.72	1.86
利润总额	4594	5018	5827	6625	营运能力				
所得税	816	843	972	1132	应收账款周转率	4.32	4.46	4.41	4.41
净利润	3778	4175	4855	5493	存货周转率	2.65	2.87	2.84	2.87
归母净利润	3368	3856	4392	4981	总资产周转率	0.69	0.73	0.73	0.74
每股收益(元)	2.02	2.31	2.63	2.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.02	2.31	2.63	2.98
货币资金	5017	7725	10093	13353	每股净资产	11.92	13.07	14.37	15.86
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677	估值比率				
应收票据及应收账款	6690	7522	8348	9087	PE	15.31	13.37	11.74	10.35
预付款项	509	616	660	713	PB	2.59	2.36	2.15	1.95
存货	4933	5285	6045	6224	现金流量表				
流动资产合计	21876	25955	30271	34862	净利润	3778	4175	4855	5493
固定资产	6137	5989	5794	5552	折旧和摊销	900	922	981	978
在建工程	307	107	57	37	营运资本变动	-483	317	-821	-239
无形资产	3378	3280	3177	3069	其他	207	123	113	77
非流动资产合计	18206	19251	18895	18572	经营活动现金流净额	4402	5536	5127	6310
资产总计	40082	45205	49166	53434	资本开支	-785	-1821	-507	-510
短期借款	856	806	756	706	其他	-346	-50	-12	-4
应付票据及应付账款	3149	3517	3991	4258	投资活动现金流净额	-1130	-1871	-519	-514
其他流动负债	9601	11952	12805	13830	股权融资	82	0	0	0
流动负债合计	13605	16274	17551	18793	债务融资	-1675	820	-10	-10
其他	1220	1440	1480	1520	其他	-3035	-1778	-2230	-2525
非流动负债合计	1220	1440	1480	1520	筹资活动现金流净额	-4629	-958	-2240	-2535
负债合计	14826	17715	19031	20314	现金及现金等价物净增加额	-1354	2708	2368	3260
股本	1284	1670	1670	1670					
资本公积金	1863	1478	1478	1478					
未分配利润	16121	17458	18981	20707					
少数股东权益	5353	5672	6134	6647					
其他	635	1213	1872	2619					
所有者权益合计	25256	27490	30134	33121					
负债和所有者权益总计	40082	45205	49166	53434					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048