



华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

与博瑞医药强强联合，有望合力打造重磅产品

事件

2025 年 8 月 1 日，华润三九与博瑞医药在苏州举行 BGM0504 注射液项目合作签约仪式，正式宣布达成合作研发协议。

点评

布局减重、降糖等大赛道，BGM0504 注射液临床进展顺利。BGM0504 注射液是博瑞医药自主研发的 GLP-1 和 GIP 受体双重激动剂，减重和 2 型糖尿病治疗两项适应症 II 期临床试验均达成预期目标，国内 III 期临床试验处于入组和随访阶段。

强强联合助力产品研发，公司与博瑞医药共享销售成果。公司在本次合作中，获得 BGM0504 注射液在中国大陆地区（不包含香港、澳门及台湾地区）进行仅与博瑞医药及关联公司合作的排他性合作开发的权利（可分许可）、独占性商业化的权利（可分许可）。根据 BGM0504 注射液临床进展、上市许可获批的达成情况，公司最高支付 2.82 亿研发投入里程碑付款；满足要求时，公司支付一定的销售里程碑付款（新临床试验实际发生的费用的 50% 与 2850 万元孰低者）。自 BGM0504 注射液在合作区域的首次商业销售日起，公司将获得净销售额约定比例的服务费。

公司拥有强商业化能力，BGM0504 注射液有望成为公司管线的重要补充。公司此前已经与一些 MNC 实现成功合作，典型代表如赛诺菲全球非处方药旗舰产品之一易善复，合作前，易善复销售规模 3 亿元左右，2017 年公司对其在国内进行推广，经过五年合作后，截至 2021 年底，“易善复”品牌在口服护肝品类市场份额提升至 14.7%，在 OTC 护肝品类排名第一，2022 年双方续签 10 年战略合作协议。潜力产品+强商业推广能力，BGM0504 注射液未来有望为公司贡献业绩增量。

盈利预测、估值与评级

公司基于现有业务基础，通过多元化的方式补充产品管线，在强商业推广能力助推下，业绩有望实现稳健增长。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 37.89/43.89/50.58 亿元，分别同比增长 12%/16%/15%，EPS 分别为 2.27/2.63/3.03 元，现价对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险；并购整合不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

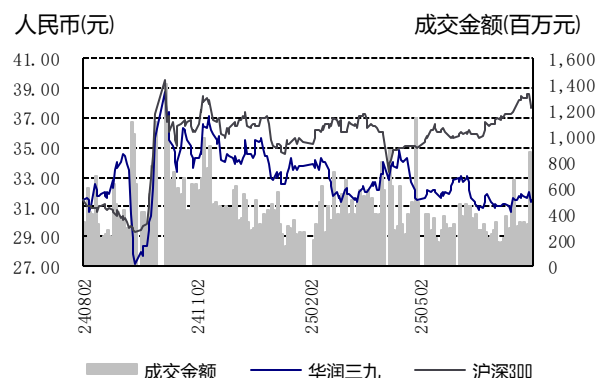
分析师：王奔奔（执业 S1130525070006）

wangbenben@gjzq.com.cn

市价（人民币）：31.47 元

相关报告：

- 《华润三九公司点评：各业务板块稳健增长，期待并购整合进展》，2025.3.13
- 《华润三九公司点评：持续提升品牌影响力，并购整合工作稳步推进》，2024.10.27
- 《华润三九公司点评：业绩增长凸显强韧性，内生外延夯实发展基础》，2024.8.25



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,739	27,617	30,449	33,592	37,090
营业收入增长率	36.83%	11.63%	10.26%	10.32%	10.41%
归母净利润(百万元)	2,853	3,368	3,789	4,389	5,058
归母净利润增长率	16.50%	18.05%	12.50%	15.83%	15.26%
摊薄每股收益(元)	2.887	2.622	2.269	2.629	3.030
每股经营性现金流净额	4.24	3.43	4.25	4.85	5.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.04%	16.92%	17.41%	18.11%	18.49%
P/E	17.23	16.91	13.87	11.97	10.39
P/B	2.59	2.86	2.41	2.17	1.92

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	18,079	24,739	27,617	30,449	33,592	37,090
增长率		36.8%	11.6%	10.3%	10.3%	10.4%
主营业务成本	-8,313	-11,567	-13,296	-14,609	-15,864	-17,244
%销售收入	46.0%	46.8%	48.1%	48.0%	47.2%	46.5%
毛利	9,766	13,172	14,321	15,840	17,728	19,846
%销售收入	54.0%	53.2%	51.9%	52.0%	52.8%	53.5%
营业税金及附加	-207	-275	-295	-335	-370	-408
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-5,077	-6,965	-7,220	-7,917	-8,667	-9,532
%销售收入	28.1%	28.2%	26.1%	26.0%	25.8%	25.7%
管理费用	-1,059	-1,524	-1,658	-1,827	-2,016	-2,225
%销售收入	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-594	-715	-802	-883	-974	-1,076
%销售收入	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	2,830	3,693	4,347	4,878	5,702	6,605
%销售收入	15.7%	14.9%	15.7%	16.0%	17.0%	17.8%
财务费用	-6	24	24	66	137	219
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.6%
资产减值损失	-144	-240	-257	-248	-273	-307
公允价值变动收益	3	-29	9	0	0	0
投资收益	45	18	31	20	20	20
%税前利润	1.5%	0.5%	0.7%	0.4%	0.3%	0.3%
营业利润	2,947	3,753	4,475	5,017	5,786	6,637
营业利润率	16.3%	15.2%	16.2%	16.5%	17.2%	17.9%
营业外收支	16	1	119	0	0	0
税前利润	2,963	3,754	4,594	5,017	5,786	6,637
利润率	16.4%	15.2%	16.6%	16.5%	17.2%	17.9%
所得税	-466	-581	-816	-778	-897	-1,029
所得税率	15.7%	15.5%	17.8%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	2,497	3,173	3,778	4,239	4,889	5,608
少数股东损益	48	321	410	450	500	550
归属于母公司的净利润	2,449	2,853	3,368	3,789	4,389	5,058
净利率	13.5%	11.5%	12.2%	12.4%	13.1%	13.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,497	3,173	3,778	4,239	4,889	5,608
少数股东损益	48	321	410	450	500	550
非现金支出	716	1,094	1,158	989	1,077	1,159
非经营收益	-53	-59	-41	28	-3	-23
营运资金变动	-153	-17	-492	201	263	237
经营活动现金净流	3,006	4,192	4,402	5,458	6,226	6,982
资本开支	-950	-831	-785	-995	-1,110	-1,210
投资	-1,596	-953	-324	-10	0	0
其他	66	991	-21	20	20	20
投资活动现金净流	-2,479	-793	-1,130	-985	-1,090	-1,190
股权募资	198	0	82	0	0	0
债权募资	132	1,742	-1,675	-72	-655	-115
其他	-905	-1,292	-3,035	-1,985	-1,963	-1,944
筹资活动现金净流	-575	450	-4,629	-2,057	-2,618	-2,059
现金净流量	-42	3,854	-1,354	2,415	2,518	3,733

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,150	6,771	5,017	7,428	9,943	13,672
应收款项	5,696	8,148	9,199	8,972	9,485	10,125
存货	2,499	5,112	4,933	5,099	5,216	5,329
其他流动资产	644	2,491	2,727	2,432	2,480	2,533
流动资产	11,988	22,522	21,876	23,932	27,124	31,659
%总资产	44.2%	56.1%	54.6%	56.4%	59.1%	62.3%
长期投资	336	725	835	845	845	845
固定资产	4,677	6,427	6,444	6,880	7,051	7,272
%总资产	17.2%	16.0%	16.1%	16.2%	15.4%	14.3%
无形资产	6,874	9,369	9,399	9,205	9,327	9,451
非流动资产	15,134	17,626	18,206	18,467	18,782	19,150
%总资产	55.8%	43.9%	45.4%	43.6%	40.9%	37.7%
资产总计	27,123	40,148	40,082	42,398	45,906	50,809
短期借款	235	1,064	1,039	955	300	185
应付款项	5,494	7,855	7,950	8,379	9,166	10,043
其他流动负债	2,943	4,029	4,616	4,278	4,685	5,137
流动负债	8,673	12,947	13,605	13,612	14,151	15,365
长期贷款	50	1,803	178	178	178	178
其他长期负债	866	1,137	1,033	1,030	1,037	1,043
负债	9,589	15,887	14,816	14,820	15,365	16,586
普通股股东权益	17,010	18,967	19,903	21,766	24,228	27,360
其中：股本	988	988	1,284	1,284	1,284	1,284
未分配利润	13,761	15,626	16,121	17,984	20,446	23,578
少数股东权益	524	5,295	5,353	5,803	6,303	6,853
负债股东权益合计	27,123	40,148	40,072	42,389	45,897	50,800

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.478	2.887	2.622	2.269	2.629	3.030
每股净资产	17.210	19.194	15.497	13.037	14.511	16.387
每股经营现金净流	3.042	4.242	3.428	4.250	4.848	5.436
每股股利	0.853	1.000	1.500	1.500	1.500	1.500
回报率						
净资产收益率	14.40%	15.04%	16.92%	17.41%	18.11%	18.49%
总资产收益率	9.03%	7.11%	8.40%	8.94%	9.56%	9.96%
投入资本收益率	13.22%	11.36%	13.33%	14.19%	15.37%	15.98%
增长率						
主营业务收入增长率	18.01%	36.83%	11.63%	10.26%	10.32%	10.41%
EBIT 增长率	17.03%	30.50%	17.69%	12.23%	16.89%	15.84%
净利润增长率	19.64%	16.50%	18.05%	12.50%	15.83%	15.26%
总资产增长率	11.58%	48.02%	-0.19%	5.78%	8.27%	10.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.9	75.8	84.5	80.0	77.0	75.0
存货周转天数	105.5	120.1	137.9	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	56.1	60.2	64.4	65.0	66.0	67.0
固定资产周转天数	75.3	86.9	81.1	75.3	65.9	57.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.34%	-22.09%	-21.69%	-28.92%	-36.49%	-43.80%
EBIT 利息保障倍数	513.9	-152.7	-179.7	-73.9	-41.7	-30.2
资产负债率	35.36%	39.57%	36.97%	34.96%	33.48%	32.65%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	4	13	38
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.43	1.24	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究