



华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩短期承压，产品管线持续扩充

业绩简评

2025年8月15日，公司发布2025年半年报。1H25公司实现收入148.1亿元，同比+5%；归母净利润18.2亿元，同比-24%；扣非归母净利润17.0亿元，同比-26%。

单季度看，2Q25公司实现收入79.6亿元，同比+17%；归母净利润5.5亿元，同比-47%；扣非归母净利润4.8亿元，同比-51%。

经营分析

CHC业务短期承压，处方药业务持续增长。按旧口径统计，1H25公司CHC业务实现收入约60.8亿元，同比-18.4%，同比下滑可能与上半年受流感等呼吸道疾病发病率同比降低、零售渠道阶段性调整等因素有关。处方药业务实现收入约27.8亿元，同比+15.2%，集采对处方药影响逐渐消化，通过抓住配方颗粒联采、饮片国采带来的市场机遇，公司配方颗粒及饮片市占率稳步提升。

创新版图扩展，产品管线持续丰富。公司通过商业化合作、产品引入等形式扩充自身管线。1H25，公司与博瑞医药就其BGM0504注射液在中国大陆地区达成联合研发合作，该产品减重和2型糖尿病治疗两项适应症的国内III期临床试验正在顺利推进中，有望深化公司代谢领域管线布局。公司从境外引入并拥有大中华区域独家权益的脑胶质瘤治疗药物ONC201正在国内开展I期临床研究，该药物已被美国FDA加速批准。

商道体系升级，推进昆药、天士力融合。公司“三九商道”体系已完成2.0版本迭代升级，从经销商延伸至更多零售终端。昆药集团上半年深度渠道变革，下半年效果陆续体现、经营有望环比改善。天士力推进“百日融合”工作，以处方药为核心业务，战略发展路径逐渐清晰，增强公司创新中药实力。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司内生业务短期承压，昆药及天士力仍处融合周期，我们将公司25-27年归母净利润预测由37.89/43.89/50.58亿元调整至30.10/34.16/38.54亿元，分别同比-11%/+13%/+13%，EPS分别为1.80/2.05/2.31元，现价对应PE分别为17/15/14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

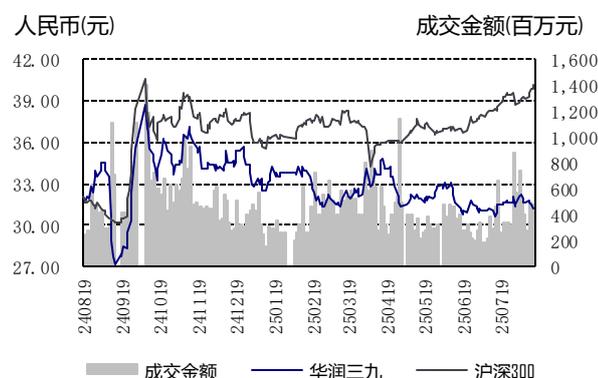
分析师：王奔奔 (执业 S1130525070006)

wangbenben@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：31.21 元

相关报告：

- 《与博瑞医药强强联合，有望合力打造重磅产品》，2025.8.3
- 《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



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	33,700	37,212
营业收入增长率	36.83%	11.63%	10.26%	10.68%	10.42%
归母净利润(百万元)	2,853	3,368	3,010	3,416	3,854
归母净利润增长率	16.50%	18.05%	-10.62%	13.47%	12.83%
摊薄每股收益(元)	2.887	2.622	1.803	2.046	2.309
每股经营性现金流净额	4.24	3.43	2.94	4.21	4.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.04%	16.92%	14.34%	15.20%	15.79%
P/E	17.23	16.91	17.31	15.25	13.52
P/B	2.59	2.86	2.48	2.32	2.14

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	33,700	37,212
增长率		36.8%	11.6%	10.3%	10.7%	10.4%
主营业务成本	-8,313	-11,567	-13,296	-13,859	-14,970	-16,329
%销售收入	46.0%	46.8%	48.1%	45.5%	44.4%	43.9%
毛利	9,766	13,172	14,321	16,591	18,731	20,883
%销售收入	54.0%	53.2%	51.9%	54.5%	55.6%	56.1%
营业税金及附加	-207	-275	-295	-335	-371	-409
%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	-9,287	-10,279	-11,350
%销售收入	28.1%	28.2%	26.1%	30.5%	30.5%	30.5%
管理费用	-1,059	-1,524	-1,658	-1,827	-2,022	-2,233
%销售收入	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-594	-715	-802	-913	-1,011	-1,116
%销售收入	3.3%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,830	3,693	4,347	4,228	5,048	5,775
%销售收入	15.7%	14.9%	15.7%	13.9%	15.0%	15.5%
财务费用	-6	24	24	23	29	41
%销售收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-144	-240	-257	-274	-309	-349
公允价值变动收益	3	-29	9	0	0	0
投资收益	45	18	31	-40	0	0
%税前利润	1.5%	0.5%	0.7%	n.a	0.0%	0.0%
营业利润	2,947	3,753	4,475	4,237	4,918	5,567
营业利润率	16.3%	15.2%	16.2%	13.9%	14.6%	15.0%
营业外收支	16	1	119	0	0	0
税前利润	2,963	3,754	4,594	4,237	4,918	5,567
利润率	16.4%	15.2%	16.6%	13.9%	14.6%	15.0%
所得税	-466	-581	-816	-657	-762	-863
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	3,580	4,156	4,704
少数股东损益	48	321	410	570	740	850
归属于母公司的净利润	2,449	2,853	3,368	3,010	3,416	3,854
净利率	13.5%	11.5%	12.2%	9.9%	10.1%	10.4%

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	3,580	4,156	4,704
少数股东损益	48	321	410	570	740	850
非现金支出	716	1,094	1,158	1,030	1,108	1,197
非经营收益	-53	-59	-41	519	95	85
营运资金变动	-153	-17	-492	-1,354	46	94
经营活动现金净流	3,006	4,192	4,402	3,777	5,405	6,080
资本开支	-950	-831	-785	-2,866	-1,310	-1,410
投资	-1,596	-953	-324	-1,277	0	0
其他	66	991	-21	-40	0	0
投资活动现金净流	-2,479	-793	-1,130	-4,183	-1,310	-1,410
股权募资	198	0	82	0	0	0
债权募资	132	1,742	-1,675	2,625	-120	-354
其他	-905	-1,292	-3,035	-2,006	-2,042	-2,031
筹资活动现金净流	-575	450	-4,629	619	-2,162	-2,385
现金净流量	-42	3,854	-1,354	213	1,933	2,285

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	5,226	7,156	9,438
应收款项	5,696	8,148	9,199	9,831	10,537	11,264
存货	2,499	5,112	4,933	5,581	5,709	5,887
其他流动资产	644	2,491	2,727	2,754	2,796	2,848
流动资产	11,988	22,522	21,876	23,392	26,198	29,437
%总资产	44.2%	56.1%	54.6%	52.0%	54.2%	56.5%
长期投资	336	725	835	2,112	2,112	2,112
固定资产	4,677	6,427	6,444	6,650	6,961	7,422
%总资产	17.2%	16.0%	16.1%	14.8%	14.4%	14.2%
无形资产	6,874	9,369	9,399	11,291	11,478	11,565
非流动资产	15,134	17,626	18,206	21,590	22,110	22,682
%总资产	55.8%	43.9%	45.4%	48.0%	45.8%	43.5%
资产总计	27,123	40,148	40,082	44,982	48,308	52,118
短期借款	235	1,064	1,039	3,674	3,554	3,200
应付款项	5,494	7,855	7,950	8,449	9,231	10,150
其他流动负债	2,943	4,029	4,616	4,343	4,771	5,232
流动负债	8,673	12,947	13,605	16,466	17,556	18,581
长期贷款	50	1,803	178	178	178	178
其他长期负债	866	1,137	1,042	1,428	1,435	1,441
负债	9,589	15,887	14,826	18,072	19,168	20,201
普通股股东权益	17,010	18,967	19,903	20,987	22,477	24,404
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	17,205	18,695	20,622
少数股东权益	524	5,295	5,353	5,923	6,663	7,513
负债股东权益合计	27,123	40,148	40,082	44,982	48,308	52,118

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.478	2.887	2.622	1.803	2.046	2.309
每股净资产	17.210	19.194	15.497	12.570	13.462	14.617
每股经营现金净流	3.042	4.242	3.428	2.941	4.208	4.734
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%	14.34%	15.20%	15.79%
总资产收益率	9.03%	7.11%	8.40%	6.69%	7.07%	7.40%
投入资本收益率	13.22%	11.36%	13.33%	11.34%	12.69%	13.54%
增长率						
主营业务收入增长率	18.01%	36.83%	11.63%	10.26%	10.68%	10.42%
EBIT增长率	17.03%	30.50%	17.69%	-2.72%	19.40%	14.39%
净利润增长率	19.64%	16.50%	18.05%	-10.62%	13.47%	12.83%
总资产增长率	11.58%	48.02%	-0.17%	12.23%	7.39%	7.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.9	75.8	84.5	90.0	88.0	86.0
存货周转天数	105.5	120.1	137.9	150.0	145.0	140.0
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	70.8	62.0	53.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.34%	-22.09%	-21.69%	-11.34%	-17.51%	-24.24%
EBIT利息保障倍数	513.9	-152.7	-179.7	-183.3	-175.8	-140.4
资产负债率	35.36%	39.57%	36.99%	40.18%	39.68%	38.76%

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	5	7	39
增持	0	1	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.38	1.36	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