

呼吸品类高基数下承压， CHC 板块坚持全域布局

核心观点

25 年 Q2，公司 CHC 板块在核心感冒品类高基数承压的背景下短期承压，业绩表现低于预期；处方药板块实现持续恢复，盈利能力稳中有升，业务实现稳中向好。展望 25 年，预计 CHC 持续完善品类规划，全域拓展推动板块健康发展；处方药积极面对行业变化，通过自主研发与 BD 转化双线并举，逐步拓展创新产品管线，有望延续稳健增长趋势。在并购整合方面，昆药集团持续聚焦银发健康，推动三七产业链发展；天士力融合工作持续推进，有望赋能公司处方药创新发展。我们认为，公司是自我诊疗领域稀缺的多品牌成功运营的平台，同时也是管理和激励机制优秀的央企，应给予一定估值溢价。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8 月 15 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 148.10 亿元，同比增长 4.99%；实现归母净利润 18.15 亿元，同比下降 24.31%；实现扣非归母净利润 16.98 亿元，同比下降 26.46%，业绩低于我们此前预期。

简评

内生高基数下承压，Q2 业绩低于预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,739	27,617	30,987	35,109	38,611
YoY(%)	36.8	11.6	12.2	13.3	10.0
净利润(百万元)	2,853	3,368	3,399	3,850	4,409
YoY(%)	16.5	18.1	0.9	13.3	14.5
毛利率(%)	53.2	51.9	52.9	53.8	54.2
净利率(%)	11.5	12.2	11.0	11.0	11.4
ROE(%)	15.0	16.9	15.4	15.6	15.8
EPS(摊薄/元)	1.71	2.02	2.04	2.31	2.64
P/E(倍)	17.1	14.5	14.4	12.7	11.1
P/B(倍)	2.6	2.5	2.2	2.0	1.7

资料来源：iFinD，中信建投证券

华润三九 (000999.SZ)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn
010-56135323
SAC 编号:S1440517050001
SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn
010-56135328
SAC 编号:S1440519080003
SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn
010-56135332
SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn
010-56135334
SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 09 月 05 日

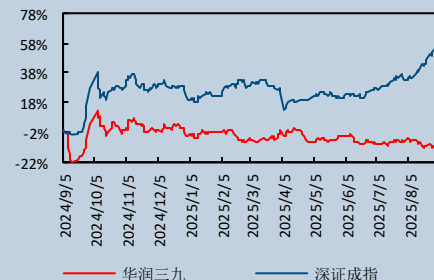
当前股价：29.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.05/-12.84	-32.13/-44.15	-36.76/-71.11
12 月最高/最低价 (元)		51.82/29.25
总股本 (万股)		166,958.83
流通 A 股 (万股)		166,269.40
总市值 (亿元)		488.35
流通市值 (亿元)		486.34
近 3 月日均成交量 (万)		1308.39
主要股东		
华润医药控股有限公司		63.02%

股价表现



2025 年 H1，公司实现营业收入 148.10 亿元，同比增长 4.99%，按照调整前口径，CHC 板块同比下降 18.39%，处方药板块同比增长 15.18%（不含天士力并表）；实现归母净利润 18.15 亿元，同比下降 24.31%，实现扣非归母净利润 16.98 亿元，同比下降 26.46%，利润端出现下滑主要由于盈利能力较强的 CHC 板块收入占比及毛利率同比有所下降。2025 年 Q2 单季，公司实现营业收入 79.57 亿元，同比增长 16.80%，收入端实现较好增长主要由于天士力在 Q2 正式实现并表；实现归母净利润 5.45 亿元，同比下滑 47.30%；实现扣非归母净利润 4.79 亿元，同比下滑 51.11%，利润端大幅下滑主要由于公司感冒药等高毛利产品收入在去年同期补库存等因素导致的高基数下承压。**整体来看，公司 CHC 板块在核心感冒品类高基数承压的背景下短期承压，处方药板块不断提升各产品线的学术价值和竞争力，业务实现稳中向好，CHC 品类业绩表现低于预期。**

CHC 高基数下承压，持续推进全域发展

2025 年 H1，按照调整前口径，公司 CHC 业务实现营业收入 60.83 亿元，同比下滑 18.39%，在高基数基础上短期承压，主要由于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影响，999 感冒灵等大单品同比下滑；毛利率 59.94%，同比减少 2.43 个百分点，主要由于盈利能力较强的感冒品类在去年同期补库存的高基数压力下增速放缓，分业务板块来看：**①品牌 OTC 业务：**呼吸品类 999 感冒灵持续提升品牌好感度和忠诚度，领导品牌地位稳固，陆续上市 999 益气清肺颗粒、999 冰连清咽喷雾剂、999 玉屏风口服液、999 荆防颗粒等新品，全面布局赋能品类发展，逐步填补感冒领域空白市场；胃肠品类持续推动品牌年轻化，新三九胃泰品牌渗透率及市占率不断提升；皮肤品类持续巩固皮炎湿疹品类领导者地位。**②专业品牌业务：**公司持续优化品种结构、构建品牌体系，999 澳诺业务与达因共同构建钙 D 联合矩阵，持续丰富产品管线。

处方药实现稳步恢复，逐步拓展创新研发管线

2025 年 H1，按照调整前口径，公司处方药业务实现营业收入 27.84 亿元，同比增长 15.18%，处方药及国药业务均实现持续恢复；毛利率 49.03%，同比增加 1.89 个百分点，盈利能力实现稳中有升。分业务板块来看：**①处方药业务：**坚持合规化学术推广，持续推进专家网络体系化建设，集采影响逐步消化减弱，推动上半年业务实现稳中向好。**②国药业务：**积极拥抱集采，抓住配方颗粒联采、饮片国采带来的市场机遇，市占率实现稳步提升；同时公司持续优化成本管理体系及供应链体系，推进全产业链价值管理，为长期发展积累优势。

近几年，在“品牌+创新”双轮驱动战略下，公司围绕“3+N”治疗领域，通过自主研发与 BD 转化双线并举，逐步拓展创新产品管线，研发人员和投入保持稳定增长、研发成果显著。2025 年 H1，公司积极推进研发及商业化合作，与南京艾尔普就 HiCM-188（iPSC 心肌细胞）联合研发合作，国内 II 期临床推进中；与博瑞医药就 BGM0504 注射液（GLP-1/GIP）达成联合研发合作，减重及 2 型糖尿病两项适应症的国内 III 期临床正在推进中；由境外引入的 ONC201（脑胶质瘤）已经获得 FDA 加速批准，目前国内 I 期临床正在推进中。

昆药持续深耕银发健康，合并天士力赋能创新发展

慢病业务持续整合。为优化产业链布局，推动三七产业链高质量发展，昆药持续整合华润圣火，围绕“777”品牌提升核心品牌价值，正式发布 777 血塞通软胶囊焕新包装，推进商销渠道拓新覆盖，同时紧抓中成药集采新标落地执行的机遇推进终端开发覆盖，两个产品通过采取差异化的市场定位有望做大做强三七口服制剂，实现三七产业链价值最大化。在精品国药领域，昆中药 1381 正式启动战略升级并发布全新产品体系，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，不断强化“精品国药领先者”的定位。

百日融合顺利完成，赋能处方药创新发展。公司收购天士力控股权，有利于公司整合优质资源，补充创新

药管线，实现品牌+创新双轮驱动发展，持续推进全域发展的战略目标。目前双方已经完成“百日融合”工作，正在积极开展战略梳理，推动与公司在创新研发、智能制造、渠道营销等领域的相互赋能。在研发创新方面，公司处方药聚焦“3+N”核心领域，天士力聚焦“3+1”领域，未来公司会继续鼓励天士力以创新驱动业务发展，强化研发投入，推动研发效率提升，方向上聚焦心血管与代谢、神经/精神、消化等重要领域，进一步巩固创新领先地位，同时和公司实现相互赋能，后续会加快双方在产品、渠道、终端、及品牌建设等方面的协同，赋能公司处方药创新发展。

展望 25 年：CHC 全域布局，处方药创新赋能

展望 25 年，在 CHC 业务方面，核心感冒品类将稳扎稳打推进 999 感冒灵第一品牌建设，从 999 感冒灵单品扩展到整个呼吸品类，通过品牌强度实现全品类布局，有望在过去两年高基数的压力下保持平稳销售趋势，全年销售目标预计没有调整；除此之外，随着公司持续聚焦“全域布局，全面领先”战略，围绕“大品种-大品牌-大品类”的建设思路进行品牌打造和产品线丰富，同时积极推进数字化转型，预计品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务板块有望共同推动公司 CHC 业务保持良好表现。在处方药业务方面，国药业务中饮片业务、配方颗粒业务通过积极面对行业变化，持续提升市场份额，打造全产业链优势，长期优化两项业务的协同发展模式，预计后续有望延续恢复态势，而处方药业务虽然存在行业合规升级等外部政策环境变化影响，但随着公司积极展开应对措施，持续优化收入结构，逐步通过自研+BD 拓展创新管线，有望推动公司处方药业务板块延续稳健增长趋势。整体来看，预计 2025 年公司营业收入将实现双位数的增长，利润端保持稳健。

现金流稳健增长，经营质量健康

2025 年 H1，公司综合毛利率为 53.54%，同比减少 0.02pp，基本保持稳定；销售费用率为 26.59%，同比增加 3.12pp，管理费用率达到 5.60%，同比增加 0.59pp，研发费用率达到 3.10%，同比增加 0.22pp，推测三费变化主要由于合并天士力所致。经营活动产生的现金流量净额同比增长 21.03%，同比实现稳健增长；投资活动产生的现金流量净额同比下降 189.26%，主要由于并购子公司所致；筹资活动产生的现金流量净额同比增长 268.95%，主要由于取得借款增加所致。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

作为自我诊疗领域稀缺的多品牌成功运营的平台，以及管理和激励机制优秀的央企，应给予一定估值溢价，天士力也正式实现并表；我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 309.87 亿元、351.09 亿元和 386.11 亿元，归母净利润分别为 33.99 亿元、38.50 亿元和 44.09 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 2.04 元/股、2.31 元/股和 2.64 元/股，分别同比增长 0.9%、13.3% 及 14.5%，对应 PE 分别为 14.4x、12.7x 及 11.1x；维持“买入”评级。

风险分析

1、产品推广不达预期：公司加大销售投入，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润；2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk