

华润三九 (000999.SZ)

并表天士力，拓展创新版图谋求增量

2025年上半年，公司完成天士力并表，实现营收 148.10 亿元，同比增长 4.99%；归母净利润 18.15 亿元，同比下降 24.31%；扣非归母净利润 16.98 亿元，同比下降 26.46%。其中 2025Q2 营收 79.57 亿元，同比增长 16.80%；归母净利润 5.45 亿元，同比下降 47.30%；扣非归母净利润 4.79 亿元，同比下降 51.11%。

- 营业收入微增，盈利能力有所下滑。2025 年 H1 公司实现整体毛利率为 53.54%，同比微降 0.02pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 26.59%/5.60%/3.10%，同比+3.12/+0.59/+0.79pct，受并表天士力影响费用率有所提升；上半年净利率 14.93%，同比下降 3.34pct。公司公告拟派发现金红利 7.51 亿元，占 2025H1 归母净利润 41.39%。
- CHC 业务在高基数下承压，持续加强品牌建设。2025H1 公司 CHC 业务实现营收 79.94 亿元，同比下降 17.89%，毛利率 60.50%，同比下降 3.06pct，主要受 2025 年同期基数较高以及行业零售渠道阶段性调整所致。CHC 业务通过产品线拓展与品牌营销优化巩固细分市场领导地位，呼吸品类以 999 感冒灵为基本盘支撑下，推出益气清肺颗粒等新品完善产品组合，强化感冒用药头部优势。
- 天士力并表，处方药业务表现亮眼。天士力并表带动公司处方药业务收入大幅增长，2025 年上半年，华润三九处方药业务实现营收 48.38 亿元，同比大幅增长 100.18%，毛利率 58.47%，同比提升 11.33pct。在院内处方药领域，以天士力为核心平台，围绕 3+N 治疗领域，通过自主研发与 BD 转化双线并举，拓展产品管线。
- 拓展创新版图，覆盖多个领域。2025 年上半年，公司拓展细胞治疗、代谢、肿瘤等赛道布局，先后与艾尔普再生医学达成诱导多能干细胞创新药 HiCM-188 项目联合研发合作，与博瑞医药合作研发 BGM0504 注射液减重和 2 型糖尿病两项适应症合作。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为公司作为 OTC 龙头企业，短期行业调整不改其竞争力，同时凭借收并购等方式拓展创新版图，为成长提供新动力。基于行业变化，调整预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 33.9/38.8/44.2 亿元，同比增长 0.7%/14.3%/14.0%，对应 PE15/13/11 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：政策变动、产品集采、研发失败、并购整合不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24739	27617	30609	33841	37171
同比增长	37%	12%	11%	11%	10%
营业利润(百万元)	3753	4475	4898	5603	6388
同比增长	27%	19%	9%	14%	14%
归母净利润(百万元)	2853	3368	3390	3875	4416
同比增长	17%	18%	1%	14%	14%
每股收益(元)	1.71	2.02	2.03	2.32	2.64
PE	17.4	14.7	14.6	12.8	11.2
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

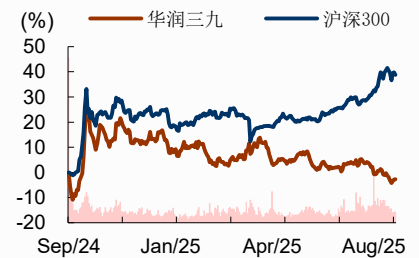
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：29.7 元

基础数据

总股本(百万股)	1670
已上市流通股(百万股)	1663
总市值(十亿元)	49.6
流通市值(十亿元)	49.4
每股净资产(MRQ)	12.8
ROE(TTM)	13.0
资产负债率	34.2%
主要股东	华润医药控股有限公司
主要股东持股比例	63.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-7	-14
相对表现	-15	-20	-52



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华润三九 (000999) —CHC 业务韧性十足，盈利能力提升维持高分红》 2025-03-25
- 《华润三九 (000999) —业绩符合预期，内生外延发展韧性强》 2024-11-08
- 《华润三九 (000999) —CHC 业务驱动公司成长，利润表现亮眼》 2024-08-26

梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22522	21876	25675	30262	35272
现金	6771	5017	6924	9695	12829
交易性投资	1456	1677	1800	1900	2000
应收票据	8	80	61	68	74
应收款项	6182	6610	7346	8122	8921
其它应收款	202	309	306	338	372
存货	5112	4933	5754	6294	6858
其他	2791	3249	3483	3844	4217
非流动资产	17626	18206	17478	16832	16254
长期股权投资	144	432	432	432	432
固定资产	5890	6137	6360	6562	6745
无形资产商誉	9202	9216	8295	7465	6719
其他	2390	2421	2391	2372	2359
资产总计	40148	40082	43153	47094	51526
流动负债	12947	13605	14218	15128	16112
短期借款	886	856	900	1000	1200
应付账款	3097	3149	3453	3777	4115
预收账款	1650	1861	2014	2203	2400
其他	7314	7740	7851	8148	8397
长期负债	2940	1220	1240	1240	1240
长期借款	1803	178	178	178	178
其他	1137	1042	1062	1062	1062
负债合计	15887	14826	15458	16368	17353
股本	988	1284	1670	1670	1670
资本公积金	1746	1792	1792	1792	1792
留存收益	16233	16826	18136	20316	22794
少数股东权益	5295	5353	6097	6948	7917
归属于母公司所有者权益	18967	19903	21598	23778	26256
负债及权益合计	40148	40082	43153	47094	51526

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4192	4402	4364	4953	5420
净利润	3173	3778	4134	4726	5385
折旧摊销	751	812	1549	1471	1402
财务费用	52	36	(14)	(27)	(46)
投资收益	(18)	(31)	(280)	(300)	(320)
营运资金变动	371	(179)	(1018)	(906)	(991)
其它	(138)	(14)	(7)	(10)	(10)
投资活动现金流	(793)	(1130)	(657)	(614)	(594)
资本支出	(857)	(790)	(814)	(814)	(814)
其他投资	64	(340)	157	200	220
筹资活动现金流	450	(4629)	(1800)	(1568)	(1691)
借款变动	1175	(2132)	(139)	100	200
普通股增加	(0)	296	385	0	0
资本公积增加	92	47	0	0	0
股利分配	(988)	(2767)	(2081)	(1695)	(1937)
其他	171	(73)	34	27	46
现金净增加额	3849	(1357)	1907	2771	3134

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24739	27617	30609	33841	37171
营业成本	11567	13296	14386	15736	17146
营业税金及附加	275	295	327	361	397
营业费用	6965	7220	8264	9069	9887
管理费用	1524	1658	1837	2030	2193
研发费用	715	802	1071	1218	1375
财务费用	(24)	(24)	(14)	(27)	(46)
资产减值损失	(240)	(226)	(120)	(150)	(150)
公允价值变动收益	(29)	9	10	10	10
其他收益	286	290	250	260	270
投资收益	18	31	20	30	40
营业利润	3753	4475	4898	5603	6388
营业外收入	51	142	50	55	60
营业外支出	50	23	30	38	45
利润总额	3754	4594	4918	5620	6403
所得税	581	816	784	894	1018
少数股东损益	321	410	744	851	969
归属于母公司净利润	2853	3368	3390	3875	4416

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	37%	12%	11%	11%	10%
营业利润	27%	19%	9%	14%	14%
归母净利润	17%	18%	1%	14%	14%
获利能力					
毛利率	53.2%	51.9%	53.0%	53.5%	53.9%
净利率	11.5%	12.2%	11.1%	11.5%	11.9%
ROE	15.9%	17.3%	16.3%	17.1%	17.7%
ROIC	14.0%	13.6%	14.9%	15.4%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	37.0%	35.8%	34.8%	33.7%
净负债比率	7.1%	3.0%	2.5%	2.5%	2.7%
流动比率	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.0	2.6	2.7	2.6	2.6
应收账款周转率	4.7	4.3	4.3	4.3	4.3
应付账款周转率	4.7	4.3	4.4	4.4	4.3
每股资料(元)					
EPS	1.71	2.02	2.03	2.32	2.64
每股经营净现金	2.51	2.64	2.61	2.97	3.25
每股净资产	11.36	11.92	12.94	14.24	15.73
每股股利	0.89	1.02	1.02	1.16	1.32
估值比率					
PE	17.4	14.7	14.6	12.8	11.2
PB	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.1	12.8	10.0	9.1	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。