


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 09 月 21 日

基础数据

09 月 19 日收盘价（元）	28.76
总市值（亿元）	478.64
总股本（亿股）	16.64

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】华润三九：2024 年内生发展稳健，并购融合持续推进-2025.03.17

【兴证医药】华润三九：三季度业绩表现稳健，看好品牌势能持续释放-2024.11.05

分析师：黄翰漾

 S0190519020002
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：孙媛媛

 S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

 S0190522080005
dongxiaojie@xyzq.com.cn

华润三九(000999.SZ)

2025 年上半年高基数下业绩短期承压，并购完成拓展创新版图

投资要点：

- **2025 年上半年高基数下业绩短期承压。**受药店客流下降、医保控费等因素影响，行业暂处调整期，叠加公司 2025 年上半年基数较高，业绩同比所有承压。2025 年上半年公司实现营业收入 148.10 亿元，同比增长 4.99%；归母净利润 18.15 亿元，同比下滑 24.31%；扣非归母净利润 16.98 亿元，同比下滑 26.46%。2025Q2 单季度公司实现营业收入 79.57 亿元，同比增长 16.80%；归母净利润 5.45 亿元，同比下滑 47.30%；扣非归母净利润 4.79 亿元，同比下滑 51.11%。公司拟定 2025 年半年度利润分配预案：拟派发现金股利共计约 7.51 亿元（含税），占 2025 年半年度归母净利润的 41.39%。
- **CHC 业务消化呼吸道疾病发病率回落影响，加强品牌与渠道建设。**2025 年上半年公司自我诊疗（CHC）业务实现营业收入 60.83 亿元，同比下滑 18.39%，毛利率 59.94%，同比下降 2.43pct；处方药业务实现营业收入 27.84 亿元，同比增长 15.18%，毛利率 49.03%，同比提升 1.89pct。传统国药（昆药）实现营业收入 19.07 亿元，同比下滑 16.18%，毛利率 62.32%，同比下降 5.36pct。创新中药（天士力）实现营业收入 20.54 亿元，毛利率 71.27%。公司 CHC 健康消费品业务上半年消化呼吸道疾病发病率回落等外部环境影响，同时依托强大的品牌影响力和渠道掌控力，在核心领域稳固根基：在品牌打造方面，公司积极探索创新的消费者沟通方式，跨平台、多方位地开展品牌互动和创新营销活动；在渠道建设方面，“三九商道”体系已完成 2.0 版本的迭代升级，进一步稳固与头部商业客户和零售终端的合作基础，公司加强与各大线上零售平台的紧密合作，公司线上业务实现快速增长。
- **多维扩展创新版图，加速创新转化。**2025 年上半年，公司达成 HiCM-188 项目的联合研发合作，共同推进其 II 期临床试验，HiCM-188 是全球首个在中、美两国同时获批临床默示许可的基于诱导多能干细胞的心衰再生治疗创新药。2025 年 8 月，公司与博瑞医药就 BGM0504 注射液在中国大陆地区达成联合研发合作，该产品用于减重和 2 型糖尿病治疗的国内 III 期临床试验顺利推进中。此外，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，有望为该产品在中国的研发进程带来新的契机。
- **天士力并购完成，协同效能释放可期。**公司紧密围绕战略方向推动并购重组，2025 年 3 月公司完成对天士力 28%股份的收购，天士力成为华润三九的控股子公司。2025 年上半年，天士力持续推进“百日融合”工作，在“三个稳定”基础上，以“四个重塑”为实施路径，逐步明晰战略发展路径，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。目前华润三九与天士力、昆药集团已形成清晰的差异化定位，华润三九以 CHC 为核心业务，争做行业头部企业；天士力以处方药为核心业务，创新驱动成为中国医药市场领先者；昆药集团以三七产品和精品国药为核心业务，争做银发健康产业引领者。
- **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 33.94 亿元、38.57 亿元、43.59 亿元，同比增长 0.8%、13.6%、13.0%，对应 2025 年 9 月 19 日收盘价，PE 为 14.1、12.4、11.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场环境恶化、产品销售不及预期、行业政策变化、并购及整合不及预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27617	30522	33638	36401
同比增长	11.6%	10.5%	10.2%	8.2%
归母净利润（百万元）	3368	3394	3857	4359
同比增长	18.1%	0.8%	13.6%	13.0%
毛利率	51.9%	53.5%	54.4%	54.8%
ROE	16.9%	15.7%	16.4%	16.9%
每股收益（元）	2.02	2.04	2.32	2.62
市盈率	14.2	14.1	12.4	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21876	25007	28811	32990
货币资金	5017	7465	10724	14598
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677
应收票据及应收账款	6690	7084	7358	7481
预付款项	509	564	603	649
存货	4933	5021	5131	5188
其他	3050	3195	3318	3396
非流动资产	18206	19386	18898	18401
长期股权投资	432	432	432	432
固定资产	6137	5892	5602	5268
在建工程	307	285	269	259
无形资产	3378	3211	3042	2870
商誉	5124	5124	5124	5124
其他	2829	4442	4429	4449
资产总计	40082	44393	47709	51391
流动负债	13605	15412	16283	17216
短期借款	856	806	756	706
应付票据及应付账款	3149	3505	3741	4032
其他	9601	11102	11786	12479
非流动负债	1220	1617	1617	1617
长期借款	178	178	178	178
其他	1042	1439	1439	1439
负债合计	14826	17029	17900	18833
股本	1284	1664	1664	1664
未分配利润	16121	17359	18739	20285
少数股东权益	5353	5781	6268	6818
股东权益合计	25256	27364	29809	32558
负债及权益合计	40082	44393	47709	51391

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3368	3394	3857	4359
折旧和摊销	900	976	1038	1047
营运资金的变动	-483	191	181	488
经营活动产生现金流量	4402	5522	5712	6554
资本支出	-785	-1999	-478	-459
长期投资	-324	0	0	0
投资活动产生现金流量	-1130	-1997	-443	-422
债权融资	-1675	732	-50	-50
股权融资	82	0	0	0
融资活动产生现金流量	-4629	-1076	-2009	-2258
现金净变动	-1354	2448	3259	3874

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27617	30522	33638	36401
营业成本	13296	14181	15352	16465
税金及附加	295	305	344	369
销售费用	7220	8708	9721	10491
管理费用	1658	1831	2019	2184
研发费用	802	1007	1177	1274
财务费用	-24	-18	-44	-78
投资收益	31	30	35	37
公允价值变动收益	9	0	0	0
信用减值损失	-94	-100	-95	-90
资产减值损失	-163	-150	-130	-120
营业利润	4475	4616	5237	5909
营业外收支	119	45	55	73
利润总额	4594	4662	5292	5982
所得税	816	839	948	1074
净利润	3778	3823	4344	4908
少数股东损益	410	428	487	550
归属母公司净利润	3368	3394	3857	4359
EPS(元)	2.02	2.04	2.32	2.62

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	11.6%	10.5%	10.2%	8.2%
营业利润增长率	19.2%	3.2%	13.5%	12.8%
归母净利润增长率	18.1%	0.8%	13.6%	13.0%
盈利能力				
毛利率	51.9%	53.5%	54.4%	54.8%
归母净利率	12.2%	11.1%	11.5%	12.0%
ROE	16.9%	15.7%	16.4%	16.9%
偿债能力				
资产负债率	37.0%	38.4%	37.5%	36.6%
流动比率	1.61	1.62	1.77	1.92
速动比率	1.17	1.23	1.38	1.55
营运能力				
资产周转率	68.8%	72.3%	73.0%	73.5%
每股资料(元)				
每股收益	2.02	2.04	2.32	2.62
每股经营现金	2.65	3.32	3.43	3.94
估值比率(倍)				
PE	14.2	14.1	12.4	11.0
PB	2.4	2.2	2.0	1.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载侵权责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn