

华润三九 (000999.SZ)

短期扰动不改 CHC 竞争力，关注创新布局 and “十五五”规划

2025 前三季度公司实现营收 219.86 亿元，同比增长 11.38%；归母净利润 23.53 亿元，同比下降 20.51%；扣非归母净利润 21.86 亿元，同比下降 20.56%。其中 2025 年 Q3 收入 71.76 亿元，同比增长 27.37%；归母净利润 5.38 亿元，同比下降 4.26%；扣非归母净利润 4.89 亿元，同比增长 10.12%。

□ 毛利率提升，运营费用上升拖累净利率。2025 年前三季度受中药材成本和业务结构影响，公司整体实现毛利率 53.52%，同比提升 0.84pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 27.87%/5.93%/3.82%，同比 +3.8/+0.49/+1.23pct，销售费用率提升主要受到并购天士力影响，前三季度公司整体实现净利率 13.19%，同比下降 3.25pct。

□ CHC 业务完善全域布局，修炼内功。前三季度，受呼吸道疾病发病率回落和药店市场不景气等外部因素影响，公司 CHC 业务也面临短期压力，但前三季度公司凭借较强的品牌影响力和渠道掌控力，以“全域布局，全面领先”的策略进行品牌打造和产品线丰富，拓展业务布局。其中感冒药以 999 感冒灵头部领导品牌的机会，陆续推出更多新品，已陆续上市 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，推动实现在感冒呼吸品类的全面布局。皮肤药、胃肠及一系列专科药完成全年规划制定。

□ 处方药初步恢复，天士力融合顺利。前三季度，公司处方药业务延续稳定缓慢增长态势，通过自主研发与 BD 转化并举，逐步拓展产品线，前三季度逐步消化前几年集采影响，实现稳中向好。天士力作为中药处方药的领先企业，与华润三九加速推动管理及研产销方面融合，在医疗端相互赋能。

□ 加码研发，布局多个新产品。2025 年前三季度，公司通过自研和合作的方式获得多个新的研发项目和产品，涉及心衰、减重、细胞治疗等多个领域，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。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为公司作为 OTC 龙头企业仍然具备品牌和渠道竞争力，同时通过 BD 拓展创新版图。由于行业变化，调整预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 28.9/33.9/39.1 亿元，同比 -14.2%/+17.2%/15.4%，对应 PE17/14/12 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	4222	4954	5722
同比增长	27%	19%	-6%	17%	15%
归母净利润(百万元)	2853	3368	2889	3386	3908
同比增长	17%	18%	-14%	17%	15%
每股收益(元)	1.71	2.02	1.74	2.03	2.35
PE	16.9	14.3	16.7	14.2	12.3
PB	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

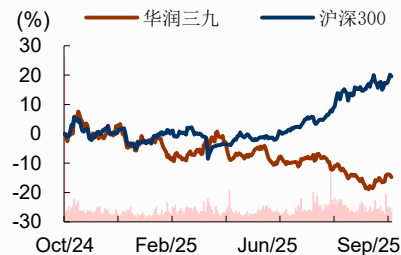
消费品/生物医药
目标估值：NA
当前股价：28.94 元

基础数据

总股本 (百万股)	1664
已上市流通股 (百万股)	1663
总市值 (十亿元)	48.2
流通市值 (十亿元)	48.1
每股净资产 (MRQ)	12.7
ROE (TTM)	13.1
资产负债率	33.9%
主要股东	华润医药控股有限公司
主要股东持股比例	63.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-11	-18
相对表现	2	-36	-37



相关报告

- 《华润三九 (000999) 一并表天士力，拓展创新版图谋求增量》2025-09-10
- 《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) 一业绩符合预期，内生外延发展韧性强》2024-11-08

梁广楷 S1090524010001
liangguangkai@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	25158	29470	34152
现金	6771	5017	6353	8829	11648
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	5803	6362	6914
其他	2791	3249	3488	3851	4223
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	42636	46302	50406
流动负债	12947	13605	14268	15198	16170
短期借款	886	856	900	1000	1200
应付账款	3097	3149	3482	3817	4148
预收账款	1650	1861	2031	2226	2419
其他	7314	7740	7856	8154	8402
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	15509	16438	17410
股本	988	1284	1670	1670	1670
资本公积金	1746	1792	1792	1792	1792
留存收益	16233	16826	17635	19577	21792
少数股东权益	5295	5353	6031	6825	7742
归属于母公司所有者权益	18967	19903	21097	23039	25254
负债及权益合计	40148	40082	42636	46302	50406

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4192	4402	3796	4413	4868
净利润	3173	3778	3567	4181	4825
折旧摊销	751	812	1549	1471	1402
财务费用	52	36	(12)	(22)	(38)
投资收益	(18)	(31)	(280)	(300)	(320)
营运资金变动	371	(179)	(1021)	(907)	(990)
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)	(1803)	(1323)	(1455)
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)	(1444)	(1693)
其他	171	(73)	32	22	38
现金净增加额	3849	(1357)	1336	2476	2819

资料来源：公司数据、招商证券

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	14508	15905	17284
营业税金及附加	275	295	327	361	397
营业费用	6965	7220	8601	9340	10110
管理费用	1524	1658	1867	2030	2193
研发费用	715	802	1255	1421	1673
财务费用	(24)	(24)	(12)	(22)	(38)
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	4222	4954	5722
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	4242	4971	5737
所得税	581	816	676	791	911
少数股东损益	321	410	678	794	917
归属于母公司净利润	2853	3368	2889	3386	3908

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%	-6%	17%	15%
归母净利润	17%	18%	-14%	17%	15%
获利能力					
毛利率	53.2%	51.9%	52.6%	53.0%	53.5%
净利率	11.5%	12.2%	9.4%	10.0%	10.5%
ROE	15.9%	17.3%	14.1%	15.3%	16.2%
ROIC	14.0%	13.6%	12.9%	14.0%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	37.0%	36.4%	35.5%	34.5%
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	1.9	2.1
速动比率	1.3	1.2	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	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	1.74	2.03	2.35
每股经营净现金	2.52	2.65	2.28	2.65	2.93
每股净资产	11.40	11.96	12.68	13.84	15.17
每股股利	0.89	1.02	0.87	1.02	1.17
估值比率					
PE	16.9	14.3	16.7	14.2	12.3
PB	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	14.9	12.7	11.0	9.9	9.0

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。