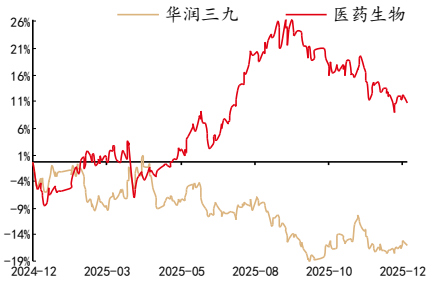




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.55
总股本/流通股本(亿股)	16.64 / 16.63
总市值/流通市值(亿元)	475 / 475
52周内最高/最低价	45.53 / 27.97
资产负债率(%)	37.0%
市盈率	10.86
第一大股东	华润医药控股有限公司

研究所

分析师: 盛丽华
SAC 登记编号: S1340525060001
Email: shenglihua@cnpsec.com
分析师: 龙永茂
SAC 登记编号: S1340523110002
Email: longyongmao@cnpsec.com

华润三九(000999)

品牌力持续彰显，战略融合不断深化

● 营收稳健增长，利润端阶段性承压

公司发布 2025 年三季报：2025Q1-3 公司实现营业收入 219.86 亿元 (+11.38%，调整后，下同)，归母净利润 23.53 亿元 (-20.51%)，扣非净利润 21.86 亿元 (-20.56%)，经营现金流净额 29.25 亿元 (-8.70%)。单 Q3 公司实现营收 71.76 亿元 (+27.37%)，归母净利润 5.38 亿元 (-4.26%)，扣非净利润 4.89 亿元 (+10.12%)。公司业绩阶段性承压，主要是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短期因素影响，伴随渠道建设持续深入、品牌打造持续强化，并逐步释放三家上市公司协同效能，公司业务有望稳健成长。

从盈利能力来看，2025Q1-3 毛利率为 53.52% (+0.84pct)，归母净利率为 10.70% (-4.29pct)，扣非净利率为 9.94% (-4.00pct)。

费率方面，2025Q1-3 销售费用率为 27.87% (+3.80pct)，管理费用率为 5.93% (+0.50pct)，研发费用率为 3.82% (+1.23pct)，财务费用率为 0.09% (+0.16pct)。

● CHC 业务稳固领导品牌地位，处方药业务拥抱变革激活发展潜能

公司 CHC 健康消费品业务努力应对呼吸道疾病发病率回落等外部环境影 响，凭借较强的品牌影响力、渠道掌控力，在核心领域夯实根基。公司紧抓消费者对症对因用药趋势，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，全面布局产品线，赋能品类发展。胃肠品类通过线上高效品牌投放，推动“三九胃泰”品牌年轻化。

公司处方药业务围绕“3+N”治疗领域，以临床价值为导向，通过自主研发与 BD 转化双线并举，逐步拓展创新产品管线。集采对公司处方药业务的影响逐渐消化。国药业务主动变革，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，配方颗粒及饮片市占率稳步提升；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，在激烈的市场竞争中争取长期优势。

● 昆药集团、天士力协同效能，聚势同行

昆药集团锚定“银发健康产业引领者”战略目标爬坡过坎、持续奋进，依据“3-4-3”整合模式，有序推进“四个重塑”，乐成改革持续深化，模式再造与渠道变革纵深推进。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。

● 盈利预测及投资建议

预计公司 2025-2027 年营收分别为 305.81、338.76、372.64 亿元，归母净利润分别为 33.76、37.89、42.77 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14、13、11 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示:**

业务整合不及预期风险, 集采扩面风险, 市场竞争加剧风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27617	30581	33876	37264
增长率(%)	11.63	10.73	10.78	10.00
EBITDA(百万元)	5304.31	5286.85	5885.39	6493.05
归属母公司净利润(百万元)	3367.89	3375.58	3788.84	4276.72
增长率(%)	18.05	0.23	12.24	12.88
EPS(元/股)	2.02	2.03	2.28	2.57
市盈率(P/E)	14.11	14.08	12.54	11.11
市净率(P/B)	2.39	2.11	1.87	1.65
EV/EBITDA	10.04	7.75	6.44	5.21

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	27617	30581	33876	37264	营业收入	11.6%	10.7%	10.8%	10.0%
营业成本	13296	14492	16012	17513	营业利润	19.2%	-1.7%	13.4%	13.1%
税金及附加	295	339	371	406	归属于母公司净利润	18.1%	0.2%	12.2%	12.9%
销售费用	7220	8869	9824	10807	获利能力				
管理费用	1658	1837	2051	2244	毛利率	51.9%	52.6%	52.7%	53.0%
研发费用	802	925	996	1129	净利率	12.2%	11.0%	11.2%	11.5%
财务费用	-24	-81	-141	-204	ROE	16.9%	15.0%	14.9%	14.9%
资产减值损失	-163	-155	-155	-155	ROIC	13.6%	12.1%	12.3%	12.4%
营业利润	4475	4400	4991	5646	偿债能力				
营业外收入	142	76	90	103	资产负债率	37.0%	37.9%	37.1%	35.9%
营业外支出	23	31	35	30	流动比率	1.61	1.68	1.85	2.02
利润总额	4594	4446	5046	5719	营运能力				
所得税	816	791	858	1002	应收账款周转率	4.32	4.42	4.41	4.41
净利润	3778	3654	4188	4717	存货周转率	2.65	2.85	2.85	2.87
归母净利润	3368	3376	3789	4277	总资产周转率	0.69	0.72	0.71	0.71
每股收益(元)	2.02	2.03	2.28	2.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.02	2.03	2.28	2.57
货币资金	5017	8014	11117	15170	每股净资产	11.96	13.52	15.29	17.29
交易性金融资产	1677	1677	1677	1677	估值比率				
应收票据及应收账款	6690	7376	8203	8920	PE	14.11	14.08	12.54	11.11
预付款项	509	610	657	709	PB	2.39	2.11	1.87	1.65
存货	4933	5229	6020	6187	现金流量表				
流动资产合计	21876	25994	31081	36419	净利润	3778	3654	4188	4717
固定资产	6137	5989	5794	5552	折旧和摊销	900	922	981	978
在建工程	307	107	57	37	营运资本变动	-483	409	-790	-228
无形资产	3378	3280	3177	3069	其他	207	509	113	79
非流动资产合计	18206	19279	18923	18600	经营活动现金流净额	4402	5494	4492	5546
资产总计	40082	45273	50004	55019	资本开支	-785	-1709	-507	-511
短期借款	856	806	756	706	其他	-346	-182	-13	-4
应付票据及应付账款	3149	3481	3975	4234	投资活动现金流净额	-1130	-1891	-520	-515
其他流动负债	9601	11189	12089	13087	股权融资	82	0	0	0
流动负债合计	13605	15475	16819	18026	债务融资	-1675	190	-10	-10
其他	1220	1669	1709	1749	其他	-3035	-792	-860	-967
非流动负债合计	1220	1669	1709	1749	筹资活动现金流净额	-4629	-602	-870	-977
负债合计	14826	17144	18528	19775	现金及现金等价物净增加额	-1354	2997	3103	4053
股本	1284	1670	1670	1670					
资本公积金	1863	1478	1478	1478					
未分配利润	16121	18238	20617	23304					
少数股东权益	5353	5632	6031	6471					
其他	635		1680	2322					
所有者权益合计	25256	28129	31476	35244					
负债和所有者权益总计	40082	45273	50004	55019					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048