



# 华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩表现韧性十足，关注十五五战略规划

### 业绩简评

2026年3月20日，公司发布2025年年度报告。2025年公司实现收入316.03亿元（同比+14.43%），归母净利润34.21亿元（同比+1.58%），扣非归母净利润31.34亿元（同比+0.52%）。

单季度看，公司2025年Q4实现收入96.16亿元（同比+22.1%），归母净利润10.68亿元（同比+161.8%），扣非归母净利润9.48亿元（同比+159.3%）。

### 经营分析

**CHC 业务表现充满韧性，昆药短期承压。**按旧口径统计，25年公司CHC业务实现收入116.4亿元，同比-6.75%，降幅较25H1收窄。预计公司抓住25Q4呼吸类发病率回升的机会，通过强品牌力、强渠道掌控力，核心产品表现稳健，同时，“全域布局，全面领先”的策略以及“大品种-大品牌-大品类”思路成效持续彰显，克服零售市场调整压力，公司年销售额过亿元产品45个，腰部底部品种储备丰富。受院内外多种因素影响，叠加自身改革调整，传统国药（昆药）收入约34.6亿元，同比-33.7%，但银发健康是优质赛道，昆药后续发展潜力可期。

**天士力表现稳健，十五五规划目标积极。**25年天士力实现收入82.4亿元，同比-3.08%，归母净利润11.0亿元，同比+15.6%。在保持稳健表现同时，天士力发布十五五战略规划，战略目标为“通过内生发展与外延扩张并举，力争2030年末实现工业营业收入翻番（达到150亿）、利润翻番，成功跻身中国制药企业第一梯队”。天士力研发进一步聚焦“3+1”疾病领域，未来发展有望稳健向上，同时也建议关注公司及昆药十五五整体的规划与战略目标。

**研发投入不断加大，管线丰富增强发展势能。**十四五期间，公司研发投入由5.81亿元（2020年）提升至17.34亿元（2025年），2025年在研项目共计203项，主要围绕心脑血管、肿瘤、消化代谢、感冒呼吸等治疗领域，未来有望看到公司持续加码研发、推出新品，丰富储备品种，为长期发展赋能。

### 盈利预测、估值与评级

公司十四五顺利收官，十五五期间有望继续呈现稳健表现。预计公司26-28年归母净利润分别为37.85/42.79/48.30亿元，分别同比增长11%/13%/13%，EPS分别为2.27/2.57/2.90元，现价对应PE分别为13/12/10倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧风险；并购整合不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

### 医药组

分析师：甘坛煥（执业 S1130525060003）

gantanhuan@gjzq.com.cn

分析师：王奔奔（执业 S1130525070006）

wangbenben@gjzq.com.cn

市价（人民币）：29.62元

### 相关报告：

- 《华润三九公司点评：业绩表现稳健，彰显强经营韧性与品牌力》，2025.10.28
- 《华润三九公司点评：业绩短期承压，产品管线持续扩充》，2025.8.17
- 《与博瑞医药强强联合，有望合力打造重磅产品》，2025.8.3



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	27,617	31,603	34,837	38,434	42,396
营业收入增长率	11.63%	14.43%	10.23%	10.33%	10.31%
归母净利润(百万元)	3,368	3,421	3,785	4,279	4,830
归母净利润增长率	18.05%	1.58%	10.63%	13.06%	12.87%
摊薄每股收益(元)	2.62	2.06	2.27	2.57	2.90
每股经营性现金流净额	3.43	3.31	3.91	3.87	4.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.92%	15.43%	15.73%	16.33%	16.88%
P/E	16.91	13.84	13.02	11.52	10.21
P/B	2.86	2.14	2.05	1.88	1.72

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	24,739	27,617	31,603	34,837	38,434	42,396
增长率		11.6%	14.4%	10.2%	10.3%	10.3%
主营业务成本	-11,567	-13,296	-14,528	-15,524	-	-
%销售收入	46.8%	48.1%	46.0%	44.6%	44.1%	43.6%
毛利	13,172	14,321	17,075	19,313	21,488	23,924
%销售收入	53.2%	51.9%	54.0%	55.4%	55.9%	56.4%
营业税金及附加	-275	-295	-382	-418	-461	-509
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-6,965	-7,220	-9,089	-9,928	-10,877	-11,913
%销售收入	28.2%	26.1%	28.8%	28.5%	28.3%	28.1%
管理费用	-1,524	-1,658	-1,898	-2,090	-2,306	-2,544
%销售收入	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-715	-802	-1,268	-1,393	-1,730	-2,120
%销售收入	2.9%	2.9%	4.0%	4.0%	4.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	3,693	4,347	4,438	5,483	6,114	6,839
%销售收入	14.9%	15.7%	14.0%	15.7%	15.9%	16.1%
财务费用	24	24	-35	-144	-119	-87
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-240	-257	-154	-128	-108	-112
公允价值变动收益	-29	9	262	0	0	0
投资收益	18	31	-3	0	0	0
%税前利润	0.5%	0.7%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,753	4,475	4,852	5,511	6,187	6,941
营业利润率	15.2%	16.2%	15.4%	15.8%	16.1%	16.4%
营业外收支	1	119	12	0	0	0
税前利润	3,754	4,594	4,864	5,511	6,187	6,941
利润率	15.2%	16.6%	15.4%	15.8%	16.1%	16.4%
所得税	-581	-816	-698	-827	-928	-1,041
所得税率	15.5%	17.8%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,173	3,778	4,166	4,685	5,259	5,900
少数股东损益	321	410	745	900	980	1,070
归属于母公司的净利润	2,853	3,368	3,421	3,785	4,279	4,830
净利率	11.5%	12.2%	10.8%	10.9%	11.1%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,173	3,778	4,166	4,685	5,259	5,900
少数股东损益	321	410	745	900	980	1,070
非现金支出	1,094	1,158	1,585	1,526	1,694	1,833
非经营收益	-59	-41	-219	195	183	172
营运资金变动	-17	-492	-19	108	-693	-849
经营活动现金净流	4,192	4,402	5,513	6,513	6,443	7,056
资本开支	-831	-785	-1,263	-2,800	-2,250	-1,750
投资	-953	-324	-6,549	0	0	0
其他	991	-21	403	0	0	0
投资活动现金净流	-793	-1,130	-7,410	-2,800	-2,250	-1,750
股权募资	0	82	33	0	0	0
债权募资	1,742	-1,675	3,458	-779	-347	-249
其他	-1,292	-3,035	-1,927	-2,087	-2,322	-2,587
筹资活动现金净流	450	-4,629	1,564	-2,866	-2,669	-2,835
现金净流量	3,854	-1,354	-345	847	1,524	2,471

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,771	5,017	4,663	5,472	6,969	9,421
应收款项	8,148	9,199	11,142	11,301	12,275	13,286
存货	5,112	4,933	6,246	6,252	6,496	6,889
其他流动资产	2,491	2,727	5,917	5,928	5,970	6,016
流动资产	22,522	21,876	27,968	28,952	31,711	35,612
%总资产	56.1%	54.6%	47.6%	47.3%	49.1%	52.0%
长期投资	725	835	2,232	2,232	2,232	2,232
固定资产	6,427	6,444	10,872	12,152	12,699	12,614
%总资产	16.0%	16.1%	18.5%	19.9%	19.7%	18.4%
无形资产	9,369	9,399	15,366	15,505	15,638	15,766
非流动资产	17,626	18,206	30,837	32,239	32,903	32,931
%总资产	43.9%	45.4%	52.4%	52.7%	50.9%	48.0%
资产总计	40,148	40,082	58,805	61,191	64,614	68,543
短期借款	1,064	1,039	2,808	2,698	2,552	2,503
应付款项	7,855	7,950	7,756	8,051	8,496	8,940
其他流动负债	4,029	4,616	4,757	4,875	5,106	5,374
流动负债	12,947	13,605	15,321	15,624	16,154	16,817
长期贷款	1,803	178	3,514	3,314	3,114	2,914
其他长期负债	1,137	1,042	1,497	989	962	943
负债	15,887	14,826	20,333	19,927	20,230	20,674
普通股股东权益	18,967	19,903	22,172	24,064	26,203	28,618
其中：股本	988	1,284	1,664	1,664	1,664	1,664
未分配利润	15,626	16,121	18,212	20,104	22,244	24,659
少数股东权益	5,295	5,353	16,300	17,200	18,180	19,250
负债股东权益合计	40,148	40,082	58,805	61,191	64,614	68,543
比率分析	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.887	2.622	2.056	2.274	2.571	2.902
每股净资产	19.194	15.497	13.323	14.460	15.745	17.196
每股经营现金净流	4.242	3.428	3.313	3.914	3.871	4.240
每股股利	1.500	2.320	1.040	1.137	1.286	1.451
回报率						
净资产收益率	15.04%	16.92%	15.43%	15.73%	16.33%	16.88%
总资产收益率	7.11%	8.40%	5.82%	6.18%	6.62%	7.05%
投入资本收益率	11.36%	13.33%	8.34%	9.70%	10.22%	10.75%
增长率						
主营业务收入增长率	36.83%	11.63%	14.43%	10.23%	10.33%	10.31%
EBIT 增长率	30.50%	17.69%	2.11%	23.54%	11.51%	11.86%
净利润增长率	16.50%	18.05%	1.58%	10.63%	13.06%	12.87%
总资产增长率	48.02%	-0.17%	46.71%	4.06%	5.59%	6.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	75.8	84.5	85.3	87.0	86.0	85.0
存货周转天数	120.1	137.9	140.4	150.0	145.0	143.0
应付账款周转天数	60.2	64.4	60.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	86.9	81.1	117.2	115.0	105.6	91.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.09%	-21.69%	-4.54%	-6.94%	-10.60%	-15.47%
EBIT 利息保障倍数	-152.7	-179.7	126.8	38.1	51.3	79.0
资产负债率	39.57%	36.99%	34.58%	32.56%	31.31%	30.16%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	8	12	27
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.20</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究