



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026 年 04 月 21 日

基础数据

04 月 17 日收盘价（元）	27.48
总市值（亿元）	457.33
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】华润三九：2025 年上半年高基数下业绩短期承压，并购完成拓展创新版图-2025.09.21

分析师：孙媛媛

S0190515090001  
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：黄翰漾

S0190519020002  
huanghanyang@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005  
dongxiaojie@xyzq.com.cn

研究助理：柳一林

liuyilin1@xyzq.com.cn

华润三九(000999.SZ)

2025 年业绩稳健，一体两翼迈入“十五五”

投资要点：

- **2025 年全年收入高增，分红比例保持高位。**2025 年，公司实现营业收入 316.03 亿元，同比增长 14.43%；归母净利润 34.21 亿元，同比增长 1.58%；扣非归母净利润 31.34 亿元，同比增长 0.52%；毛利率 54.03%，同比提升 2.17pct。2025 年 Q4 营业收入 96.16 亿元，同比增长 22.09%，环比增长 34.00%；归母净利润 10.68 亿元，同比增长 161.77%，环比增长 98.70%。费用率方面，2025 年销售费用率 28.76%，同比提升 2.61pct；管理费用率 6.01%，同比基本持平；研发费用率 4.01%，同比提升 1.11pct。公司全年累计派发现金分红总额 17.31 亿元(含税)，占 2025 年归母净利润的 50.59%。
- **CHC 内生口径承压但毛利率逆势改善，处方药增速提速。**剔除天士力并表影响，华润三九本部 CHC 业务 2025 年实现收入 116.39 亿元，同比降低 6.75%，毛利率 61.25%，同比提升 0.38pct，呼吸道疾病发病率回落叠加零售药店客流承压为主因，但公司通过产品结构优化实现毛利率逆势提升；本部处方药业务实现收入 64.78 亿元，同比增长 7.87%，毛利率 48.55%，同比提升 1.04pct，院内学术推广成效逐步体现。
- **天士力与昆药集团并表，“一体两翼”三极协同格局成形。**2025 年，天士力创新中药板块全年实现营业收入 56.16 亿元，毛利率 70.64%，高毛利结构对集团整体毛利率形成有力拉升；昆药集团传统国药板块全年实现营业收入 34.58 亿元，三七血塞通系列持续巩固心脑血管核心地位。至此，华润三九（CHC）、天士力（创新处方药）、昆药集团（三七产品/精品国药）三大板块差异化定位清晰，“一体两翼”业务布局相对成形。
- **“十五五”规划正式启航，深化“四个重塑”推进高质量协同发展。**“十五五”期间，公司将依托三家上市公司，以“一体两翼”业务布局，聚焦消费健康、医疗健康和银发健康三大核心业务，坚定推进研发创新，加速 AI 智能化建设，打造高效协同、快速响应的敏捷型组织；2026 年将深入推动“十五五”战略解码，持续深化“四个重塑”，在价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑四个维度协同发力，预计 2026 年营业收入增速将超越行业平均水平，盈利匹配营收增长水平，推动三家上市公司协同共进与高质量发展。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 342.19 / 371.74 / 402.95 亿元，归母净利润分别为 37.82 / 41.70 / 45.92 亿元，对应 2026 年 4 月 17 日收盘价，PE 分别为 12.1 / 11.0 / 10.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费环境不及预期、销售不及预期、行业政策变化、原材料价格波动等风险。

主要财务指标

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	31603	34219	37174	40295
同比增长	14.4%	8.3%	8.6%	8.4%
归母净利润（百万元）	3421	3782	4170	4592
同比增长	1.6%	10.6%	10.2%	10.1%
毛利率	54.0%	53.3%	53.8%	54.0%
ROE	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%
每股收益（元）	2.06	2.27	2.51	2.76
市盈率	13.4	12.1	11.0	10.0

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	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	27968	33100	37476	42867
货币资金	4663	9151	11778	15844
交易性金融资产	3404	3404	3404	3404
应收票据及应收账款	8222	8501	9320	9978
预付款项	455	555	567	628
存货	6246	6295	6928	7255
其他	4978	5194	5479	5758
<b>非流动资产</b>	30837	30166	29412	28622
长期股权投资	1535	1535	1535	1535
固定资产	10143	9792	9378	8876
在建工程	729	714	703	726
无形资产	5936	5676	5410	5140
商誉	7063	7063	7063	7063
其他	5431	5387	5323	5283
<b>资产总计</b>	58805	63266	66888	71489
<b>流动负债</b>	15321	17178	17881	19258
短期借款	2413	2413	2413	2413
应付票据及应付账款	3329	3721	3968	4299
其他	9579	11044	11501	12546
<b>非流动负债</b>	5011	5011	5011	5011
长期借款	3514	3514	3514	3514
其他	1497	1497	1497	1497
<b>负债合计</b>	20333	22189	22892	24269
股本	1664	1664	1664	1664
未分配利润	18212	19554	21033	22691
少数股东权益	16300	16996	17809	18688
<b>股东权益合计</b>	38472	41077	43995	47220
<b>负债及权益合计</b>	58805	63266	66888	71489

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3421	3782	4170	4592
折旧和摊销	1430	1471	1554	1590
营运资金的变动	-7	1016	-1235	-98
<b>经营活动产生现金流量</b>	5513	7285	5629	7261
资本支出	-1263	-717	-743	-728
长期投资	-6549	0	0	0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-7410	-682	-704	-686
债券融资	3458	0	0	0
股权融资	33	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	1564	-2104	-2298	-2509
现金净变动	-345	4488	2627	4066

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	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	31603	34219	37174	40295
营业成本	14528	15970	17169	18526
税金及附加	382	398	428	465
销售费用	9089	9342	10223	11141
管理费用	1898	2055	2234	2421
研发费用	1268	1283	1413	1551
财务费用	35	166	121	95
投资收益	-3	36	38	42
公允价值变动收益	262	0	0	0
信用减值损失	-64	-95	-90	-50
资产减值损失	-90	-130	-120	-150
<b>营业利润</b>	4852	5203	5824	6384
营业外收支	12	65	39	52
<b>利润总额</b>	4864	5268	5863	6436
所得税	698	790	879	965
净利润	4166	4478	4983	5471
少数股东损益	745	696	813	878
<b>归属母公司净利润</b>	3421	3782	4170	4592
<b>EPS (元)</b>	2.06	2.27	2.51	2.76

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	14.4%	8.3%	8.6%	8.4%
营业利润增长率	8.4%	7.2%	11.9%	9.6%
归母净利润增长率	1.6%	10.6%	10.2%	10.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	54.0%	53.3%	53.8%	54.0%
归母净利率	10.8%	11.1%	11.2%	11.4%
ROE	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.6%	35.1%	34.2%	33.9%
流动比率	1.83	1.93	2.10	2.23
速动比率	1.25	1.41	1.56	1.71
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.64	0.56	0.57	0.58
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	2.06	2.27	2.51	2.76
每股经营现金	3.31	4.38	3.38	4.36
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	13.4	12.1	11.0	10.0
PB	2.1	1.9	1.7	1.6

### 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](http://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、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反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外大街甲 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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>