

业绩承压，并购整合持续推进

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2026 年 10 月 28 日

事件：

公司近期披露 2026 年三季度报。

2026 年前三季度，公司实现收入 214.10 亿元，同比-2.62%；实现归母净利润 21.58 亿元，同比-8.30%；实现扣非归母净利润 20.66 亿元；单看 Q3，公司实现收入 63.96 亿元，同比-10.87%；归母净利润 4.87 亿元，同比-9.43%；扣非归母净利润 4.70 亿元，同比-3.90%。

投资要点：

Q3 营业收入与净利润双承压，盈利能力提升。Q3 收入下滑，主要受昆药集团调整过渡期及呼吸类发病率波动影响，同时，从零售市场行业来看，市场面临了一系列关店潮，正在向专业化、非医保化、非药化、智能化等趋势发展，已进入相对低速的增长阶段。2026 年前三季度公司整体毛利率 56.0%，同比增长 2.5 个百分点。

CHC 基本盘地位稳固，预计公司呼吸品类收入于 Q4 流感季恢复增长。

公司产品矩阵横跨感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等多品类，横跨全生命周期、纵贯全健康管理场景，有助于拓宽市场需求覆盖、增强业务组合应对行业变化的能力。“十四五”期末公司过亿品种有 45 个，处于行业领先地位，呼吸品类受季节性波动，预计公司呼吸品类收入于 Q4 流感季恢复增长。

公司本部处方药增长稳健，与天士力融合顺利。今年前三季度，公司处方药业务表现良好，2026 年，公司多款产品新纳入国家基本药物目录，有助于公司基层渠道拓展、终端市场渗透。华润三九处方药业务已经较好地消化前几年集采对公司处方药业务的影响。天士力以处方药为核心，天士力加入以后，未来双方将在医疗端相互协同赋能，公司渠道赋能天士力发挥中药创新优势。天士力在三个稳定的基础上，顺利完成了与华润三九首年融合关键工作，并将持续推进与公司的三年融合工作。

盈利预测与投资建议：“一体两翼”业务布局下，华润三九、天士力、昆药集团分别以 CHC、处方药、三七产品和精品国药为核心业务，形成

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	31602.58	32833.88	35296.56	37507.27
增长比率 (%)	14.43	3.90	7.50	6.26
归母净利润(百万元)	3421.00	3520.31	3921.39	4238.66
增长比率 (%)	1.58	2.90	11.39	8.09
每股收益(元)	2.06	2.12	2.36	2.55
市盈率(倍)	12.10	11.76	10.55	9.76
市净率(倍)	1.87	1.66	1.47	1.31

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,664.22
流通A股(百万股)	1,662.56
收盘价(元)	24.87
总市值(亿元)	413.89
流通A股市值(亿元)	413.48

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

业绩承压，资源整合优势提升长期竞争力

2024Q3 业绩承压，战略并购稳步融合

CHC 业务稳增长，强收购实力丰富中药产业链布局

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

清晰的差异化定位。预计公司 2026-2028 年营收分别为 328.34/352.97/375.07 亿元,同比增速分别为 3.90%/7.50%/6.26%,归母净利润分别为 35.20/39.21/42.39 亿元,同比增速分别为 2.90%/11.39%/8.09%,对应 EPS 为 2.12/2.36/2.55 元,对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为 11.76X/10.55X/9.76X。维持“买入”评级。

风险因素: 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。

利润表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	31603	32834	35297	37507
同比增速 (%)	14.43	3.90	7.50	6.26
营业成本	14528	14982	15918	16703
毛利	17075	17851	19379	20804
营业收入 (%)	54.03	54.37	54.90	55.47
税金及附加	382	378	406	431
营业收入 (%)	1.21	1.15	1.15	1.15
销售费用	9089	9193	9707	10127
营业收入 (%)	28.76	28.00	27.50	27.00
管理费用	1898	1970	2188	2363
营业收入 (%)	6.01	6.00	6.20	6.30
研发费用	1268	1313	1412	1500
营业收入 (%)	4.01	4.00	4.00	4.00
财务费用	35	142	102	19
营业收入 (%)	0.11	0.43	0.29	0.05
资产减值损失	-90	-600	-800	-1200
信用减值损失	-64	50	50	50
其他收益	338	361	388	413
投资收益	-3	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	262	0	0	0
资产处置收益	7	0	0	0
营业利润	4852	4666	5202	5627
营业收入 (%)	15.35	14.21	14.74	15.00
营业外收支	12	40	40	40
利润总额	4864	4706	5242	5667
营业收入 (%)	15.39	14.33	14.85	15.11
所得税费用	698	706	786	850
净利润	4166	4000	4456	4817
营业收入 (%)	13.18	12.18	12.62	12.84
归属于母公司的净利润	3421	3520	3921	4239
同比增速 (%)	1.58	2.90	11.39	8.09
少数股东损益	745	480	535	578
EPS（元/股）	2.06	2.12	2.36	2.55

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	2.06	2.12	2.36	2.55
BVPS	13.32	14.99	16.88	18.93
PE	12.10	11.76	10.55	9.76
PEG	7.67	4.05	0.93	1.21
PB	1.87	1.66	1.47	1.31
EV/EBITDA	8.19	5.98	4.33	2.83
ROE	15.43%	14.11%	13.96%	13.45%
ROIC	8.72%	8.57%	8.78%	8.67%

资产负债表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	4663	8685	16965	26732
交易性金融资产	3404	2904	3104	3604
应收票据及应收账款	8222	13840	10003	5443
存货	6246	14566	8843	5568
预付款项	455	899	796	668
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4978	6499	5664	4380
流动资产合计	27968	47393	45374	46394
长期股权投资	1535	1435	1535	1635
固定资产	10143	9088	7723	5990
在建工程	729	312	145	78
无形资产	5936	5818	5688	5545
商誉	7063	7063	7063	7063
递延所得税资产	777	800	800	800
其他非流动资产	4655	4004	4023	4241
资产总计	58805	75912	72350	71745
短期借款	2413	2413	2413	2413
应付票据及应付账款	3329	7907	5748	3712
预收账款	3	6	0	0
合同负债	1783	2627	2471	2250
应付职工薪酬	1740	3746	3184	2505
应交税费	801	1313	1059	750
其他流动负债	7665	13625	9515	8168
流动负债合计	15321	29225	21976	17386
长期借款	3514	3514	3514	3514
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	787	742	742	742
其他非流动负债	710	702	702	702
负债合计	20333	34183	26935	22345
归属于母公司的所有者权益	22172	24948	28100	31507
少数股东权益	16300	16780	17315	17893
股东权益	38472	41728	45415	49400
负债及股东权益	58805	75912	72350	71745

现金流量表（百万元）

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	5513	3467	10417	12568
投资	-6549	792	-400	-800
资本性支出	-1263	-366	-760	-960
其他	403	1181	-20	-20
投资活动现金流净额	-7410	1606	-1180	-1780
债权融资	-1436	-123	0	0
股权融资	33	0	0	0
银行贷款增加（减少）	4893	0	0	0
筹资成本	-1669	-879	-958	-1020
其他	-258	-20	0	0
筹资活动现金流净额	1564	-1022	-958	-1020
现金净流量	-345	4022	8279	9768

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场