

# 基于FCFF模型企业价值评估研究

## ——以华润三九为例

连凯思

河北地质大学管理学院, 河北 石家庄

收稿日期: 2026年4月3日; 录用日期: 2026年5月29日; 发布日期: 2026年6月9日

### 摘要

在当下资本市场活动中, 企业价值评估至关重要, 而FCFF模型与华润三九的经营特征契合, 故以此为工具。研究先阐述企业价值评估理论, 介绍市场法、收益法、成本法及FCFF模型原理与参数确定。接着分析华润三九概况与行业竞争地位, 其在OTC和处方药领域优势显著, 但也面临挑战。然后进行FCFF模型适用性分析, 从理论、数据基础与参数预测、行业特性等方面, 说明该模型适用于华润三九。再详细阐述预测期确定、自由现金流预测、折现率预测及企业价值计算过程, 得出2024年企业价值为632.67亿元, 与实际股价偏差率1.84%。最后分析评估结果影响因素, 提出优化现金流管理等建议, 为FCFF模型在医药企业尤其是华润三九的估值应用提供了实证参考。

### 关键词

FCFF模型, 华润三九, 企业价值评估

# Study on Enterprise Value Evaluation Based on FCFF Model

## —A Case Study of China Resources Sanjiu Medical & Pharmaceutical Co., Ltd.

Kaisi Lian

School of Management, Hebei GEO University, Hebei GEO University, Shijiazhuang Hebei

Received: April 3, 2026; accepted: May 29, 2026; published: June 9, 2026

### Abstract

Enterprise value evaluation is crucial in current capital market activities, and the FCFF model aligns

with the operational characteristics of China Resources Sanjiu, hence it is adopted as the research tool. The study first elaborates on enterprise value evaluation theories, introducing the market approach, income approach, cost approach, as well as the principles and parameter determination of the FCFF model. Then it analyzes the overview and industry competitive position of China Resources Sanjiu, noting its prominent advantages in the OTC and prescription drug sectors while also facing challenges. Next, it carries out an applicability analysis of the FCFF model, demonstrating the model's suitability for China Resources Sanjiu from the perspectives of theory, data foundation and parameter prediction, and industry characteristics. It then details the process of determining the forecast period, forecasting free cash flow, predicting the discount rate, and calculating enterprise value, concluding that the enterprise value in 2024 was 63.267 billion yuan, with a deviation rate of 1.84% from the actual stock price. Finally, this paper analyzes the influencing factors of the evaluation results and puts forward suggestions such as optimizing cash flow management, providing empirical reference for the application of the FCFF model in the valuation of pharmaceutical enterprises, especially China Resources Sanjiu.

## Keywords

FCFF Model, China Resources Sanjiu, Enterprise Value Evaluation

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 绪论

### 1.1. 研究背景

在资本市场中, 企业价值评估已成为投资决策、并购重组、融资活动及战略规划等各类业务开展的重要基础, 其精准性直接影响相关主体的判断与决策质量。医药行业受政策导向、市场需求变化、技术迭代等多重因素驱动, 行业竞争格局持续演化, 企业经营发展面临更为复杂的外部环境。华润三九在自我诊疗与处方药领域均具备较强的市场影响力与行业地位, 对其开展科学的价值评估, 能够为投资者决策与企业经营管理提供可靠依据。FCFF 模型以企业未来自由现金流的现值为核心进行价值测算, 其评估逻辑与华润三九稳定经营、持续创造现金流的业务特征高度适配, 因此, 基于 FCFF 模型对华润三九企业价值进行评估。

### 1.2. 研究意义

#### 1.2.1. 理论意义

本研究以华润三九这一市场份额领先的企业为实证样本, 检验了 FCFF 模型在中医药企业价值评估场景下的适配性, 弥补了传统评估方法在中药企业无形资产价值计量方面的局限, 为构建契合中医药行业特征的价值评估理论框架提供了实证依据。研究成果拓展了企业价值评估在医药领域的应用边界, 尤其是丰富了 FCFF 模型在中药企业估值中的实践案例, 可为同行业其他企业提供参考。

#### 1.2.2. 实践意义

本研究对华润三九开展价值评估, 一方面为投资者提供了透视企业内在价值的清晰路径, 助力其形成理性判断、做出科学投资决策; 另一方面也为华润三九管理层厘清了企业价值的关键影响因素, 便于其针对性制定战略规划与管理举措, 进而推动企业价值实现稳步提升。

### 1.3. 国内外研究现状

#### 1.3.1. 国外研究现状

国外关于企业价值评估的研究起步较早，已形成了较为成熟的理论与方法体系，自由现金流折现模型(FCFF)因能全面反映企业未来现金流的内在价值，被广泛应用于各行业的估值实践中。早期研究主要聚焦于估值模型的质量控制与行业适配性问题，如对自动化估值模型的质量控制标准进行规范，以提升估值结果的可靠性[1]。后续研究则开始关注 FCFF 模型在特定行业的应用效果，Jaromír V 和 Pavla V (2021) 探讨 FCFF 方法在房地产企业估值中的适用性，分析了行业特性对模型参数选取的影响[2]。Zambrano A E 和 Sequera R (2020)则针对金融衍生品领域的估值问题，研究了随机股息收益率下指数期货期权的定价逻辑，为复杂金融场景下的估值提供了理论参考[3]。

#### 1.3.2. 国内研究现状

国内关于企业价值评估的研究，早期以对主流估值方法的梳理与对比为主，施金龙、李绍丽(2009)系统分析了不同估值方法的适用场景与局限性，明确了自由现金流折现模型在反映企业长期价值创造能力上的核心优势，为后续国内企业估值研究奠定了理论基础[4]。随着 FCFF 模型在国内实践中的推广，学者们开始聚焦模型参数的影响因素，陈蕾、刘旭(2012)通过统计分析证实，折现率、永续增长率等核心参数的选取偏差，会显著影响企业价值评估结果的可靠性，强调了参数校准在估值过程中的关键作用[5]。胡晓明、冯军则进一步探讨了基于 CAPM 模型的折现率确定方法，为参数校准提供了理论支撑[6]。针对医药行业的特殊性，赵振洋、张溪(2019)以科创板生物医药企业为研究对象，构建了修正的 FCFF 估值模型，对高研发投入企业的现金流测算方式进行了优化，为创新型医药企业的估值提供了行业适配思路[7]。同时，大量案例研究也逐步涌现，侯焯(2023)、周佳阅(2019)等学者基于 FCFF 模型对不同行业企业进行价值评估，验证了该方法在国内企业估值中的适用性[8] [9]；姜毅(2019)以青岛啤酒为例，探讨了自由现金流折现模型在实体企业估值中的实践路径，为行业估值提供了可参考的操作范式[10]。

## 2. 企业价值评估理论基础

### 2.1. 企业价值评估的概念

企业价值是综合反映企业多维度价值体现。评估结果可为企业投资决策、并购重组、融资活动及战略规划提供关键价值参考，助力管理者、投资者等利益相关方准确把握企业真实价值，支撑其做出科学合理的经营与投资决策。

### 2.2. 企业价值评估的常用方法

#### 2.2.1. 市场法

市场法的核心逻辑是通过对比被评估企业与可比企业的市场交易价格，并经合理调整，确定被评估企业的价值。该方法的优势在于操作直观简便，评估结果能够直接反映市场的实际定价情况；但也存在明显局限，其应用前提依赖活跃有效的资本市场与充足的可比企业数据，且对企业间个体差异的调整难以做到精准量化。

#### 2.2.2. 收益法

收益法以预期收益原则为核心，通过预测被评估企业未来的收益流，并将其折现至评估基准日，以此确定企业的整体价值。收益法的突出优势在于充分考量了企业未来的盈利能力与成长潜力，评估结果具备前瞻性；但该方法对未来收益预测的精度要求较高，预测过程中任何偏差都将直接影响最终评估结果的可靠性。

### 2.2.3. 成本法

成本法主要适用于资产构成简单、市场交易活跃度低或缺乏可靠未来收益数据的企业场景。其优势在于评估流程清晰、数据获取便捷，操作门槛较低；但局限性同样突出，该方法未能体现企业未来盈利能力与无形资产的潜在价值，评估结果难以全面反映企业的真实内在价值。

## 2.3. FCFF 模型介绍

### 2.3.1. FCFF 模型的原理

FCFF 模型以企业价值由未来现金流创造能力决定、而非历史财务业绩为核心假设，通过预测企业未来 FCFF 并采用合理折现率折算至评估基准日，测算企业整体价值。其计算公式为：

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} * (1 - T) + \text{折旧与摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资本增加}$$

### 2.3.2. 模型参数的确定

运用 FCFF 模型开展价值评估，需先系统梳理企业历史财务数据，以此为基础结合其既定经营战略、所处市场环境及行业发展周期，对未来营业收入、成本费用、资产负债等核心项目进行合理预判，最终测算出各期预期自由现金流。预测过程中需精准界定企业增长模式，常见包括稳定增长与阶段性增长等情形，并据此设定贴合实际的现金流增长路径。

折现率作为将未来现金流量折算为当前价值的关键参数，其核心作用是体现投资者对投资风险的补偿要求及资金的时间价值。实务中，加权平均资本成本法是确定折现率的主流路径，该方法通过综合考量企业各类资本来源的成本及其在资本结构中的占比，经加权计算后得到能够反映企业整体风险水平的折现率，为未来现金流折现提供科学依据。

## 3. 华润三九公司概况与行业分析

### 3.1. 华润三九公司简介

华润三九核心业务围绕医药产品的研发、生产与销售展开，并配套提供相关健康服务，整体业务主要划分为自我诊疗与处方药两大板块。在自我诊疗领域，公司依托价值超 558 亿元的“999”核心品牌，在感冒用药、皮肤用药、胃肠用药等 OTC 细分市场中均占据行业领先地位，感冒灵颗粒、999 皮炎平、三九胃泰颗粒等核心产品具备较高的品牌知名度与市场占有率。在处方药板块，公司产品布局多个重点治疗领域，并拥有多项独家品种。同时，公司坚持加大研发投入，积极与各类科研机构开展合作，持续提升产品质量与临床疗效，不断增强核心竞争能力。

### 3.2. 华润三九在行业中的竞争地位分析

在国内医药行业格局中，华润三九整体具备较强的市场竞争地位。在自我诊疗板块，公司依托“999”品牌影响力、完善的产品矩阵与成熟的渠道网络，在 OTC 市场持续保持领先地位。据相关市场调研显示，其感冒灵颗粒、999 皮炎平在对应细分领域的市场占有率均位居行业前列。在处方药领域，公司在肿瘤、心脑血管等重点治疗领域布局多项独家品种，产品品质与临床疗效获得市场广泛认可。渠道层面，公司依托“三九商道”体系覆盖全国六十余万家零售药店，同时与京东、阿里健康等主流电商平台深化合作，渠道控制力突出。与行业内多数企业相比，华润三九在品牌价值、研发创新及渠道布局等方面均具备显著优势。但公司也面临着激烈的行业竞争，外资制药企业在创新药研发上具备先发优势，而国内医药企业则在成本管控与区域市场拓展方面形成较强竞争压力，给公司经营带来一定挑战。

## 4. 基于 FCFF 模型的华润三九企业价值评估

### 4.1. FCFF 模型适用性分析

从理论层面来看, FCFF 模型以企业未来自由现金流的现值作为估值依据, 其核心逻辑在于企业价值取决于持续的现金流创造能力, 这一假设与华润三九的经营特点高度契合。作为医药制造企业, 华润三九的核心价值正是来源于自我诊疗、处方药等主营业务稳定的现金生成能力。该模型通过对营业现金毛流量、资本性支出及营运资本变动的系统测算, 能够直观体现企业经营与投资活动对现金流的综合作用。同时, FCFF 模型常用的两阶段增长模式, 也与华润三九作为行业龙头的发展阶段与长期经营趋势相适应, 稳健的业务结构与盈利模式也为未来现金流的合理预测提供了可靠的理论与现实基础。

在数据基础与参数预测方面, 华润三九 2020 至 2024 年财务信息披露规范完整, 营业收入、成本费用等关键指标变动趋势清晰, 其中营业收入年均 14.19% 的增速及成本占比逐步上行的特征, 为未来现金流测算提供了扎实的数据支撑。模型在营业成本率、销售费用率等重要参数上采用历史均值进行预估, 能够有效弱化短期波动影响, 与公司经营稳健的实际状况相匹配。从行业属性来看, 医药行业虽受政策调控与市场需求变化影响, 但公司核心 OTC 产品具备刚性需求特征, 收入波动性较小, 适宜依托历史增速开展营收预测; 同时公司资产负债率长期稳定在 37% 左右, 资本结构较为稳健, 使得债务成本与权益成本能够依托历史数据合理计量。

与市场法和成本法相比, FCFF 模型在华润三九价值评估中具备明显适用性。市场法对市场活跃度及可比公司依赖度较高, 而医药行业内企业业务布局差异显著, 作为中成药龙头企业的华润三九可对标标的有限, 采用 FCFF 模型依据自身现金流进行估值可有效规避可比公司选取偏差。成本法仅聚焦资产重置价值, 忽略了企业持续盈利能力与品牌等无形资产价值, 而 FCFF 模型通过现金流折现能够直接体现企业持续经营下的价值创造能力, 更符合公司的内在要求。

综合来看, 华润三九具备稳定的现金流创造能力、完备可查的历史财务数据以及相对可预期的行业发展趋势, 基本满足该模型的适用条件。

### 4.2. 预测期的确定

合理确定预测期是 FCFF 模型开展企业价值评估的关键环节, 预测期一般选取企业经营状况与现金流量可被合理、准确预判的阶段。结合医药行业发展特征以及华润三九自身业务稳健、增长趋势清晰的实际情况, 本研究以 2024 年末作为评估基准日, 并以 2020 年至 2024 年的历史财务数据作为预测依据。在具体估值设计上, 将 2025 年至 2029 年共五年作为详细预测期, 测算该阶段的企业自由现金流; 假定五年后公司进入持续稳定的永续增长阶段, 以此作为终值阶段完成第二阶段估值。

### 4.3. 自由现金流预测

#### 4.3.1. 营业现金毛流量预测

##### (1) 营业收入的预测

营业收入预测是自由现金流量测算的起点, 其预测结果直接决定后续营业成本、销售费用及管理费用的估算口径, 因此对营业收入开展系统分析具有重要意义。结合表 1 数据可以看出, 2020 至 2024 年间华润三九营业收入整体呈现持续增长趋势, 经测算, 该期间营业收入的年均增长率达到 14.19%, 为后续收入趋势判断与现金流预测提供了重要参考依据。

结合华润三九近五年的经营增长态势, 同时立足国内医药行业整体发展趋势与政策导向, 可对公司未来营收规模做出合理预判。尽管公司具备实现更快增长的潜力, 但考虑到其主营业务聚焦中药领域,

且行业内部竞争日趋激烈，未来经营发展仍存在一定压力与挑战。综合上述因素，本文秉持稳健审慎原则，预测公司未来五年营业收入将维持历史年均 14.19% 的增速水平，见表 2。

**Table 1.** Operating revenue of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)

**表 1.** 2020~2024 年华润三九营业收入(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	136.37	155.44	180.79	247.39	276.17
增长率(%)	-7.82%	13.98%	16.31%	36.83%	11.63%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

**Table 2.** Forecast of operating revenue of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)

**表 2.** 2025~2029 年华润三九营业收入预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业收入	315.36	360.11	411.21	469.56	536.19
增长率(%)	14.19%	14.19%	14.19%	14.19%	14.19%

## (2) 成本及费用预测

**Table 3.** Operating costs and expenses of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)

**表 3.** 2020~2024 年华润三九营业成本和费用(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	均值
营业成本	51.20	63.54	83.13	115.67	132.96	
占营业收入比例	37.54%	40.88%	45.98%	46.76%	48.14%	43.86%
销售费用	50.15	50.36	50.77	69.65	72.20	
占营业收入比例	36.77%	32.40%	28.08%	28.15%	26.14%	30.31%
管理费用	9.31	9.55	10.59	15.24	16.58	
占营业收入比例	6.83%	6.14%	5.86%	6.16%	6.00%	6.20%
研发费用	4.60	5.60	5.94	7.15	8.02	
占营业收入比例	3.37%	3.60%	3.29%	2.89%	2.90%	3.21%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

由表 3 可见，华润三九近五年营业成本呈现逐年递增态势，占比从 37.54% 逐步上涨至 48.14%。根据公司 2020~2024 年财务数据，造成营业成本波动上涨的核心因素，主要为原材料采购、人工薪酬以及生产制造开支，本文以近五年营业成本率均值 43.86% 作为未来五年的预测依据。

公司销售费用率呈持续下降态势，由 36.77% 降至 26.14%，体现出营销结构优化的趋势，因此选取近五年销售费用率均值 30.31% 预测未来销售费用。

2020~2024 年管理费用与研发费用合计占营收比重稳定在 10% 左右，其中管理费用率均值为 6.20%，研发费用率均值为 3.21%，以此分别测算未来五年管理费用与研发费用。2025~2029 年华润三九营业成本及各项费用预测结果如表 4 所示。

**Table 4.** Forecast of operating costs and expenses of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 4.** 2025~2029 年华润三九营业成本和费用预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业成本	138.32	157.94	180.36	205.95	235.17
销售费用	95.59	109.15	124.64	142.32	162.52
管理费用	19.55	22.33	25.50	29.11	33.24
研发费用	10.12	11.56	13.20	15.07	17.21

### (3) 税金及附加预测

通过对表 5 中数据分析可以发现, 公司近五年税金及附加占营收的比例整体波动较小, 走势相对平稳, 其占营业收入比重的平均值为 1.18%。

**Table 5.** Taxes and surcharges of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)  
**表 5.** 2020~2024 年华润三九税金及附加(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
税金及附加	1.76	2.04	2.07	2.75	2.95
占营业收入比例(%)	1.29%	1.31%	1.14%	1.11%	1.07%

数据来源: 2020~2024 年公司年报。

华润三九的税金及附加的计缴标准均依据国家及地方现行税收政策确定, 具有较强的稳定性。因此, 本文采用 1.18%, 估算华润三九未来各期税金及附加占营业收入的比例, 见表 6。

**Table 6.** Forecast of taxes and surcharges of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 6.** 2025~2029 年华润三九税金及附加预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
税金及附加	3.72	4.25	4.85	5.54	6.33
占营业收入比例(%)	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%	1.18%

### 4.3.2. 折旧与摊销预测

由表 7 可知, 2020~2024 年华润三九的折旧率与摊销率整体保持稳定且处于较低水平, 两项指标占营业收入的平均比例分别为 2.21%和 0.54%。

**Table 7.** Depreciation and amortization of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)  
**表 7.** 2020~2024 年华润三九折旧与摊销(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
固定资产折旧	3.26	3.62	3.90	5.24	5.67
占营业收入比例(%)	2.39%	2.33%	2.16%	2.12%	2.05%
无形资产摊销	0.65	0.68	0.77	1.70	1.83
占营业收入比例(%)	0.48%	0.44%	0.43%	0.69%	0.66%

数据来源: 2020~2024 年公司年报。

鉴于华润三九现有的资产结构以及其稳健和成熟的资产状态，计划采用折旧与摊销平均水平，来预测华润三九未来五年的资产折旧与摊销趋势，见表 8。

**Table 8.** Forecast of depreciation and amortization of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 8.** 2025~2029 年华润三九折旧与摊销预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
固定资产折旧	7.00	7.96	9.09	10.38	11.85
占营业收入比例(%)	2.21%	2.21%	2.21%	2.21%	2.21%
无形资产摊销	1.70	1.94	2.22	2.54	2.90
占营业收入比例(%)	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%	0.54%
折旧与摊销总额	8.70	9.9	11.31	12.92	14.75

#### 4.3.3. 所得税预测

由表 9 可以看出，近年来华润三九的所得税税率变动较小，整体保持相对稳定。公司作为高新技术企业适用 15% 的优惠税率，但其下属子公司属于小微企业，不适用 15% 税率。综合考虑集团整体税负情况，选取近五年实际所得税税率平均值 16.91% 作为未来五年税率预测依据，具有较强的合理性与说服力。

**Table 9.** Income tax of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)  
**表 9.** 2020~2024 年华润三九所得税(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
利润总额	20.59	24.44	29.63	37.54	45.94
所得税	4.42	3.45	4.66	5.81	8.16
所得税率(%)	21.47%	14.12%	15.73%	15.48%	17.76%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

综合上述各项测算，本文以 2020~2024 年历史数据为基础，对华润三九关键项目逐一进行合理预测，据此推算得到 2025~2029 年各期营业现金毛流量，见表 10。

**Table 10.** Forecast of gross operating cash flow of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 10.** 2025~2029 年华润三九营业现金毛流量预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业收入	315.36	360.11	411.21	469.56	536.19
营业成本	138.32	157.94	180.36	205.95	235.17
销售费用	95.59	109.15	124.64	142.32	162.52
管理费用	19.55	22.33	25.50	29.11	33.24
研发费用	10.12	11.56	13.20	15.07	17.21
税金及附加	3.72	4.25	4.85	5.54	6.33
税前经营利润	48.06	54.88	62.66	71.57	81.72
所得税税率	16.91%	16.91%	16.91%	16.91%	16.91%
税后经营性净利润	39.93	45.60	52.06	59.47	67.90
折旧与摊销	8.70	9.9	11.31	12.92	14.75
营业现金毛流量	48.63	55.50	63.37	72.39	82.65

#### 4.3.4. 资本性支出预测

资本支出的计算公式为：

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 - 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额，见表 11。

**Table 11.** Capital expenditure of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)

**表 11.** 2020~2024 年华润三九资本支出(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6.22	8.73	9.52	8.57	7.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.071	0.046	0.018	0.264	0.052
资本支出	6.149	8.684	9.502	8.306	7.848
占营业收入比(%)	4.51%	5.59%	5.26%	3.36%	2.84%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

基于 2020~2024 年期间资本支出与营业收入比值的平均值 4.31%来预测华润三九接下来五年的资本支出，预测结果如表 12 所示。

**Table 12.** Forecast of capital expenditure of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)

**表 12.** 2025~2029 年华润三九资本支出预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
资本支出	13.59	15.52	17.72	20.24	23.11
占营业收入比例(%)	4.31%	4.31%	4.31%	4.31%	4.31%

#### 4.3.5. 营运资金预测

##### (1) 经营性流动资产预测

华润三九近五年经营性流动资产，见下表 13。

**Table 13.** Operating current assets of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)

**表 13.** 2020~2024 年华润三九经营性流动资产(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
货币资金	38.22	30.65	31.50	67.71	50.17
应收票据及应收账款	29.80	31.23	42.67	61.90	66.90
预付款项	1.90	2.80	3.75	4.96	5.09
其他应收款	0.57	1.00	0.52	2.02	3.09
存货	17.62	23.69	24.99	51.12	49.33
经营性流动资产合计	88.11	89.37	103.43	187.71	174.58
占营业收入比例(%)	64.61%	57.49%	57.21%	75.88%	63.21%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

华润三九经营性流动资产相对营业收入的占比长期稳定于 60%。因此，本文选取近五年 63.68%的平均占比，作为未来五年经营性流动资产的预测标准，见表 14。

**Table 14.** Forecast of operating current assets of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 14.** 2025~2029 年华润三九经营性流动资产预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
经营性流动资产	200.82	229.32	261.86	299.02	341.45
占营业收入比例(%)	63.68%	63.68%	63.68%	63.68%	63.68%

### (2) 经营性流动负债预测

**Table 15.** Operating current liabilities of China Resources Sanjiu, 2020~2024 (Unit: 100 million yuan)  
**表 15.** 2020~2024 年华润三九经营性流动负债(亿元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
应付票据及应付账款	11.18	14.99	17.95	30.97	31.49
应付职工薪酬	7.91	9.15	10.49	13.30	15.25
应交税费	3.88	3.74	5.18	5.56	7.68
其他应付款	38.36	33.07	36.99	47.57	48.01
经营性流动负债合计	61.33	60.95	70.61	97.40	102.43
占营业收入比例(%)	44.97%	39.21%	39.06%	39.37%	37.09%

数据来源：2020~2024 年公司年报。

见表 15，华润三九经营性流动负债与营收的比值长期稳定维持在 40%左右，波动幅度极小。基于该指标的稳定性特征，本文选取近五年 39.94%的平均占比，作为未来五年经营性流动负债的预测依据，预测结果如表 16。

**Table 16.** Forecast of operating current liabilities of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million Yuan)  
**表 16.** 2025~2029 年华润三九经营性流动负债预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
经营性流动负债	125.95	143.83	164.24	187.54	214.15
占营业收入比例(%)	39.94%	39.94%	39.94%	39.94%	39.94%

### (3) 经营营运资本增加额的预测

经计算可得，2025~2029 年经营性营运资本增加额，如下表 17。

**Table 17.** Forecast of the increase in operating working capital of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 17.** 2025~2029 年华润三九经营性营运资本增加额预测(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
经营性流动资产	200.82	229.32	261.86	299.02	341.45
经营性流动负债	125.95	143.83	164.24	187.54	214.15
经营性营运资本	74.87	85.49	97.62	111.48	127.30
经营性营运资本增加额	2.72	10.62	12.13	13.86	15.82

#### 4.3.6. 自由现金流量计算

依据预测的增长数据，代入自由现金流的计算公式，计算出华润三九在这五年间的自由现金流量，

如下表 18。

**Table 18.** Calculation of free cash flow of China Resources Sanjiu, 2025~2029 (Unit: 100 million yuan)  
**表 18.** 2025~2029 年华润三九自由现金流量计算(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业现金毛流量	48.63	55.50	63.37	72.39	82.65
资本支出	13.59	15.52	17.72	20.24	23.11
经营性营运资本增加额	2.72	10.62	12.13	13.86	15.82
自由现金流量	32.32	29.36	33.52	38.29	43.72

#### 4.4. 折现率预测

FCFF 模型采用两阶段增长框架，因此，折现率计算也分为两个阶段。本文将 2025~2029 年划定为高速增长阶段，以 WACC 作为主要折现率；进入后续永续稳定增长阶段后，为更精准体现企业长期价值走势，采用固定增长率进行折现处理。

##### 4.4.1. 高速增长阶段折现率预测

一般认为，企业在高速增长阶段使用的折现率是加权平均资本成本。其计算公式如下所示：

$$WACC = K_d(1-T)\left(\frac{D}{D+E}\right) + K_e\left(\frac{E}{D+E}\right)$$

其中， $K_d$ ——债务资本成本

$K_e$ ——权益资本成本

$T$ ——税率

$D$ ——债务总额

$E$ ——权益总额

##### (1) 权益资本成本的确定

使用资本资产定价模型(CAPM)来计算华润三九公司的权益资本成本，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

其中，无风险利率( $R_f$ )：选取 2024 年 12 月 31 日中国 10 年期国债到期收益率 2.85%；

市场风险溢价( $R_m - R_f$ )：参考 Wind 数据，中国 A 股市场近五年平均风险溢价为 5.8%；

贝塔系数( $\beta$ )：取华润三九近五年周收益率对沪深 300 指数的  $\beta$  值 1.05。

因此，计算得出权益资本成本  $K_e = 2.85\% + 1.05 \times 5.8\% = 8.94\%$ 。

##### (2) 债务资本成本的确定

参考中国人民银行公布的 2024 年贷款利率如表 19。

**Table 19.** 2024 Central Bank benchmark lending interest rates

**表 19.** 2024 年央行贷款基准利率

贷款期限	年利率(%)
一年以内(含一年)	4.35%
一年至五年(含五年)	4.75%
五年以上	4.90%

本文选取短期贷款年利率 4.35%、中长期贷款年利率 4.75%，作为企业的债务资本成本。结合华润三九 2024 年财务数据，公司当期短期借款规模 8.56 亿元，长期借款为 1.78 亿元。依托自身高新技术企业认定资质，企业依法享受税收优惠，企业所得税率为 15%。

$$\text{税后的债务资本成本} = \left( 4.35\% \times \frac{8.56}{8.56+1.78} + 4.75\% \times \frac{1.78}{8.56+1.78} \right) \times (1-15\%) = 3.76\%。$$

### (3) WACC 的确定

华润三九 2024 年的负债总计是 148.26 亿元，所有者权益总计为 252.56 亿元，资产总计为 400.82 亿元。

$$\text{债务资本比重} = 148.26/400.82 = 37\%$$

$$\text{权益资本比重} = 252.56/400.82 = 63\%$$

计算可得，华润三九 2024 年的债务资本占比为 37%，权益资本占比为 63%。其加权平均资本成本为：

$$\text{WACC} = 3.76\% \times 37\% + 8.94\% \times 63\% = 7.02\%$$

#### 4.4.2. 后续增长阶段折现率预测

受限于市场规模，华润三九稳定增长期的折现率可以参照我国的 GDP 增长率。根据国家统计局数据显示，2020~2024 年我国 GDP 增长率分别为 2.3%、8.6%、3.1%、5.4%和 5%。出于谨慎性考虑，取近五年 GDP 增长率平均值 4.88%进行估算。

#### 4.5. 基于 FCFE 模型计算企业价值

**Table 20.** Calculation of free cash flow of China Resources Sanjiu (2025~2029) (Unit: 100 million Yuan)

**表 20.** 2025~2029 年华润三九自由现金流量计算(亿元)

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
自由现金流量	32.32	29.36	33.52	38.29	43.72
折现率	7.02%	7.02%	7.02%	7.02%	7.02%
自由现金流量现值	30.20	25.64	27.35	29.19	31.14

根据表 20 中数据可知，预测区间内华润三九整体经营发展态势向好，经计算得出，企业内在价值为 143.52 亿元。研究以 2029 年企业自由现金流数据为基准，选取 3.46%作为永续增长阶段的长期增长率，以此开展后续终值核算与价值评估工作。

$$\frac{\text{FCFF}_{t+1}}{(1+\text{WACC})^t * (\text{WACC}_t - g_t)} = \frac{43.72 * (1+4.88\%)}{(1+7.02\%)^5 * (7.02\% - 4.88\%)} = 489.15(\text{亿元})$$

则，公司第一阶段和第二阶段的现金流折现值之和 = 143.52 + 489.15 = 632.67 (亿元)

因此，华润三九 2024 年的企业价值为 632.67 亿元。

## 5. 评估结果及企业价值影响因素分析

### 5.1. 股价对比分析

根据 2024 年公司年报可知，截至 2024 年 12 月 31 日，公司普通股股数共计 9.87 亿股，计算得出，华润三九的股价为 632.67 亿元/9.87 亿股 = 64.10 元/股。2024 年 12 月 31 日，华润三九的实际收盘价为

65.3 元/股。由此可知，FCFF 模型计算出的股价略低于实际收盘价，偏差率为 1.84%。这表明 FCFF 模型在评估华润三九企业价值时具有一定的准确性，但由于市场波动、投资者情绪等因素，导致评估值与实际股价存在微小差异。

## 5.2. 企业价值影响因素分析

### 5.2.1. 驱动因素分析

#### (1) 营业收入具备持续增长潜力

华润三九在自我诊疗领域依托“999”品牌，在 OTC 市场占据领先地位，市场份额与品牌忠诚度均处于行业较高水平。在处方药板块，公司布局多个治疗领域的独家品种，具备较强的市场竞争力与定价能力，可为营收提供稳定支撑。同时，“三九商道”体系覆盖全国超 60 万家药店，并与线上平台深度合作，渠道控制力突出，能够持续提升产品渗透率与销售规模。此外，在国内人口老龄化加剧、居民健康意识增强及医药消费升级的背景下，医药行业整体市场空间不断扩大，公司凭借自身成熟的渠道体系与市场口碑，在渠道资源与品牌影响力方面优势显著，为营业收入持续增长提供了有利条件。

#### (2) 现金流生成能力表现强劲

预测结果显示，2025~2029 年华润三九营业现金毛流量将由 48.63 亿元增长至 82.65 亿元，整体呈稳步提升态势，这主要得益于营收规模扩张与成本费用管控成效显著。随着公司经营规模扩大与运营效率提升，营业现金毛流量具备持续增长空间，为企业价值提升提供坚实基础。

在预测期内，公司资本支出与营运资本增加均保持在合理水平，其中资本支出占营业收入比重稳定在 4.31% 左右，营运资本增加额波动较小。适度的资本支出能够保障生产经营稳定运行与合理扩张，高效的营运资本管理则有助于提升资金使用效率、降低资金占用，进而提高自由现金流水平，推动企业价值持续增长。

### 5.2.2. 风险因素分析

#### (1) 成本上升压力持续加大

近五年，华润三九营业成本占营业收入比重上涨趋势显著，主要受直接材料、直接人工及制造费用变动影响。中药材价格波动、人力成本持续上涨，使公司成本管控压力显著增加。若未来成本无法得到有效控制，将直接削弱盈利能力与自由现金流，进而拉低企业整体价值。尽管销售费用率呈下降趋势，但销售费用绝对额仍在增长，2024 年已达 72.20 亿元。同时，管理费用与研发费用逐年递增，若费用增速超过营收增速，将直接挤压利润空间，对现金流与估值形成不利影响。

#### (2) 研发成果转化存在不确定性

华润三九虽持续增加研发投入，但研发成果能否顺利落地、转化为营收与利润仍存在较大不确定性。一旦研发项目失败或周期拉长，前期投入难以快速变现，会直接影响公司盈利水平与长期发展潜力。与国际先进药企相比，公司在创新药领域仍存在差距：研发投入占营收比重偏低、高端研发人才储备不足，一定程度上制约创新能力提升，较难推出具备国际竞争力的创新药产品。

## 6. 建议

### 6.1. 优化现金流管理

深入剖析企业营业成本攀升的具体诱因，针对直接材料消耗、人工成本及制造费用三大核心构成部分，制定差异化管控方案。构建原材料价格动态监测预警体系，通过集中批量采购、与核心供应商签订长期合作协议等举措，有效降低原材料采购成本。优化生产全流程布局，提升生产效率，降低制造环节

的各项开支。持续优化营销推广策略，着力提升营销投入的实际成效，在严控销售费用占比的基础上，稳步巩固并扩大市场份额。在加大研发资金投入的同时，强化研发项目的筛选与全过程管控，着力提升研发成果的转化质量，并转化为企业核心竞争优势。

## 6.2. 强化研发创新能力

结合企业长远发展战略规划，合理提高研发投入在营业收入中的占比，将研发资源重点向创新药研发与中药现代化研究两大核心领域倾斜，着力增强企业在创新药领域的研发实力，逐步缩小与国际顶尖药企之间的发展差距。通过优化薪酬福利体系、搭建优质研发环境、提供广阔职业发展平台等多元举措，吸引高端研发人才加入，同时稳定现有核心研发团队。此外，进一步深化与科研院所、高等院校的深度合作，整合产学研各方优质资源，推进协同创新机制落地，加快研发成果的转化应用速度，提升核心竞争优势。

## 6.3. 提升品牌与渠道优势

持续加大品牌宣传推广投入，不断强化“999”品牌的市场曝光度与口碑建设，拓展全民健康消费赛道的品牌应用场景，充分挖掘品牌背后的潜在价值，让品牌成为推动企业价值提升的核心驱动力。在稳固线下经销网络与终端布局优势的基础上，进一步深化与京东、阿里健康等主流线上平台的协同合作，持续拓宽线上销售路径，推动线上线下渠道深度融合、协同发力，不断提升产品的市场覆盖范围与销售体量，切实增强产品市场竞争力。

## 6.4. 加强风险应对与战略规划

针对成本上涨、研发不确定性等问题，建立健全风险预警体系，对市场行情、行业政策等外部变化进行动态跟踪，及时识别各类潜在风险并制定应对方案，最大限度减轻风险对企业价值的冲击。同时，紧密跟踪医药行业发展趋势与政策走向，立足自身经营优势与风险特征，制定科学可行的长期发展战略，明晰发展方向与经营目标，保障企业在复杂多变的 market 环境中实现稳健运营，持续提升整体价值。

## 7. 结论

科学有效的估值工具，能够为广大投资者理性判断、合理决策提供重要参考。企业估值模型的选取，需要充分结合所属行业发展现状，以及企业自身经营特质与长期成长空间展开综合考量。本文以华润三九为研究对象，先从经营现状、行业地位与财务质量等维度展开整体剖析。该企业作为国内中药板块头部主体，经营业绩表现稳健，各项财务指标运行平稳，整体经营基础扎实。其次，结合企业经营模式与行业属性，逐一验证 FCFF 自由现金流折现模型的适配条件。经对比论证，该模型的核心逻辑与华润三九经营特征高度匹配，是适配度最高的估值工具。本文最终选用两阶段 FCFF 模型完成企业内在价值测算，实证结果表明，模型所得估值与企业二级市场实际市值偏差较小、贴合度良好。由此可证，将自由现金流折现法应用于华润三九价值评估，具备充分的科学性与实践可行性。

## 参考文献

- [1] Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Consumer Financial Protection Bureau, and Federal Deposit Insurance Corporation. (2023) Quality Control Standards for Automated Valuation Models. *The Federal Register*, **88**, 66408-66433. <https://www.federalregister.gov/documents/2023/09/29/2023-20588/quality-control-standards-for-automated-valuation-models>
- [2] Jaromír, V. and Pavla, V. (2021) The Applicability of FCFF Method Evaluating an Enterprise of Real Estate Segment.

---

*SHS Web of Conferences*, **91**, Article ID: 01042.

- [3] Zambrano, E.A. and Sequera, R. (2020) The Valuation of Options on Index Futures with Stochastic Dividend Yields. *International Journal of Financial Markets and Derivatives*, **7**, 375-396. <https://doi.org/10.1504/ijfmd.2020.111889>
- [4] 施金龙, 李绍丽. 企业价值评估方法综述与评价[J]. 江苏科技大学学报(社会科学版), 2009, 9(1): 81-83.
- [5] 陈蕾, 刘旭. FCFF 模型参数选取对企业价值影响的统计分析[J]. 财会月刊, 2012(27): 40-45.
- [6] 胡晓明, 冯军. 企业估值中折现率的确定: 基于 CAMP 模型[J]. 会计之友, 2014(2): 18-23.
- [7] 赵振洋, 张漾. 科创板生物医药企业价值评估研究——基于修正的 FCFF 估值模型[J]. 中国资产评估, 2019(11): 8-16.
- [8] 侯焯. 基于 FCFF 估值法的奥特维企业价值评估[D]: [硕士学位论文]. 大连: 东北财经大学, 2023.
- [9] 周佳阅. 基于 FCFF 模型的 H 公司企业价值评估研究[D]: [硕士学位论文]. 广州: 广东工业大学, 2019.
- [10] 姜毅. 基于自由现金流量折现模型的上市公司价值评估——以青岛啤酒为例[J]. 价值工程, 2019, 38(32): 1-4.