



业绩短期承压，核心原料破局有望驱动修复

投资要点

- **事件:** 2025年, 公司实现营收 172.6 亿元, 同比-7.2%; 实现归母净利润 11.9 亿元, 同比-22.1%; 实现扣非归母净利润 11.5 亿元, 同比-22.6%。
- **收入端短期承压, 产品结构分化维持经营韧性。** 营收端, 2025年公司营收 172.6 亿元(-7.2%), 主要系市场需求放缓及行业竞争加剧等因素综合影响所致。具体来看, 医药工业营收 107.2 亿元(-10.0%), 医药商业营收 104.8 亿元(-6.7%)。从细分领域看, 心脑血管/补益/清热/妇科类分别实现营收 40.9/23.6/7.7/5.4 亿元, 同比-20.5%/+10.9%/+4.7%/+12.5%, 心脑血管类受高基数影响承压显著, 补益、清热及妇科等品类仍维持了较好的增长韧性。2025年前五名系列产品中, 补益品类景气度较高, 销售量同比增长 61.4%; 清热类牛黄解毒系列进入营收前五名, 显示出较强的品牌支撑与终端动销韧性。
- **成本端受益核心原料破局, 利润率修复在即。** 毛利端, 2025年公司实现毛利率 42.9%(-1.1pp), 前五名系列产品(安宫牛黄、牛黄清心、乌鸡白凤、六味地黄、牛黄解毒)实现毛利率 46.4%(-1.2pp); 而医药工业原材料成本同比下降达 10.8%, 表明前期高价原料库存对利润的侵蚀仍在延续。公司于 2026 年 3 月成功完成全国首单天然牛黄的合法进口, 伴随高价库存逐步出清, 低成本原料逐步导入后毛利率有望迎来显著修复, 利润弹性释放可期。费用端, 2025 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 20.5%/8.2%/1.7%/-0.4%, 同比+1.1pp/+0.3pp/+0.2pp/-0.4pp, 基本维持稳定。
- **营销改革持续深化, 渠道体系建设立体化。** 公司围绕“三大发展战略”持续推进营销体系优化, 围绕“零售终端、医疗市场、电商平台、海外注册”多线布局。零售端, 截至 2025 年末同仁堂商业共有 1279 家门店, 全年净增 28 家, 其中设立中医医疗诊所 800 家、取得医保定点资格 932 家, 终端“药店+诊所+医保”能力继续增强。商业公司围绕终端网络升级、药诊协同拓展、新零售布局 and 会员运营体系建设持续发力, 广告及推广类业务经费同比下降 16.8%。医疗端, 公司在院内销售领域构建“3+3+N”产品矩阵, 以心脑血管、呼吸、儿科为核心, 骨科、消化、肿瘤为培育领域拓展准入和学术推广。海外端, 安宫牛黄丸在柬埔寨获批注册, 苏合香丸、麻仁润肠丸、参苓白术散等产品取得加拿大注册, 国际化布局稳步推进。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司经营韧性突出, 核心品种成本压力缓解, 渠道秩序和终端动销改善。预计 2026-2028 年归母净利润分别为 16.4 亿元、19.0 亿元和 22.1 亿元, 对应 PE 分别为 23 倍、20 倍和 17 倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 原材料价格波动、产品放量不及预期、库存清理节奏不及预期等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	17256.19	18903.42	20883.89	23247.85
增长率	-7.21%	9.55%	10.48%	11.32%
归属母公司净利润(百万元)	1189.37	1638.79	1900.87	2214.25
增长率	-22.07%	37.79%	15.99%	16.49%
每股收益EPS(元)	0.87	1.19	1.39	1.61
净资产收益率 ROE	7.64%	10.41%	11.03%	11.69%
PE	32	23	20	17
PB	1.78	1.65	1.51	1.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

联系人: 张旭安

电话: 15281061810

邮箱: zhangxuan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.71
流通 A 股(亿股)	13.71
52 周内股价区间(元)	27.78-38.14
总市值(亿元)	380.99
总资产(亿元)	306.21
每股净资产(元)	9.96

相关研究

1. 同仁堂(600085): 精品战略成效显著, 国企改革持续推进 (2025-04-15)

关键假设：

假设 1：医药工业：公司持续聚焦大品种战略、精品战略，强化产品营销；板块将重回稳健增长，利润修复快于收入修复，具体来看：

1) 心脑血管类产品：公司核心优势领域，产品包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、同仁堂大活络丸等。2025 年前五名系列中心脑血管类产品库存同比+57.4%，考虑到安宫牛黄等核心品种仍具品牌壁垒和较强终端认知度，叠加牛黄成本压力缓解，有望成为利润修复支柱。预计 2026-2028 年收入增速 20%/20%/20%。

2) 补益类产品：公司第二大产品线，产品包括六味地黄丸、金匱肾气丸、五子衍宗丸等。2025 年，补益类产品动销较强、渠道去化顺畅。预计 2026-2028 年六味地黄丸、金匱肾气丸销量增速为 20%/20%/20%，价格保持不变。

3) 清热类：产品包括感冒清热颗粒、牛黄解毒系列，清热类产品与流行性疾病相关。2025 年终端表现稳定。预计 2026-2028 年这两款产品销量平稳增长，销量增速分别为 15%/15%/15%，价格保持不变。

4) 妇科类：主要产品乌鸡白凤丸。2025 年延续稳健增长趋势，公司持续推进精品战略。预计 2026-2028 年销量增速分别为 15%/15%/15%，价格保持不变。

假设 2：医药商业：板块保持稳健增长，门店扩张与药诊协同共同支撑收入。2025 年，同仁堂商业零售门店数量净增 28 家，其中 800 家设立中医医疗诊所，932 家具备医保定点资格。考虑到零售网络、诊疗服务和场景化运营仍有提升空间，预计 2026-2028 年销量增速 10%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：同仁堂收入及毛利分拆

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
汇总	收入	17,256.2	18,903.4	20,883.9	23,247.8
	增速	-7.2%	9.5%	10.5%	11.3%
	毛利率	42.9%	44.8%	45.5%	46.2%
1.医药工业	收入	10,717.8	11,908.2	13,415.7	15,293.3
	增速	-10.0%	11.1%	12.7%	14.0%
	毛利率	43.2%	44.9%	45.3%	45.6%
1)心脑血管类	收入	4,093.2	4,911.8	5,894.2	7,073.0
	增速	-20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.2%	52.0%	52.0%	52.0%
2)补益类	收入	2,360.0	2,832.0	3,398.4	4,078.1
	增速	10.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	40.7%	41.0%	41.0%	41.0%
3)清热类	收入	767.7	882.9	1,015.3	1,167.6
	增速	4.7%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	36.7%	37.0%	37.0%	37.0%
4)妇科类	收入	537.1	617.6	710.2	816.8

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
	增速	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	42.6%	43.0%	43.0%	43.0%
5)其他	收入	2959.8	2663.8	2397.4	2157.7
	增速	-13.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	38.8%	39.0%	39.0%	39.0%
2.医药商业	收入	10,477.8	11,525.5	12,678.1	13,945.9
	增速	-6.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.2%	28.0%	28.0%	28.0%
3.内部抵消及其他业务	收入	-3939.4	-4530.3	-5209.9	-5991.3
	增速	-13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	17256.19	18903.42	20883.89	23247.85	净利润	1633.18	2409.43	2778.48	3221.27
营业成本	9857.73	10443.11	11389.85	12518.02	折旧与摊销	453.50	724.66	751.41	782.71
营业税金及附加	152.41	189.03	208.84	232.48	财务费用	-61.86	2.44	6.37	9.83
销售费用	3532.29	3591.65	3967.94	4417.09	资产减值损失	-94.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	1422.60	1701.31	1879.55	2092.31	经营营运资本变动	103.54	-255.15	-692.78	-820.82
财务费用	-61.86	2.44	6.37	9.83	其他	658.54	0.54	15.24	21.94
资产减值损失	-94.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2692.87	2881.92	2858.71	3214.93
投资收益	8.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	17.30	-200.00	-300.00	-400.00
公允价值变动损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	其他	-234.64	4.69	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.35	-195.31	-300.00	-400.00
营业利润	2032.12	2975.89	3431.35	3978.12	短期借款	-72.66	84.94	100.00	100.00
其他非经营损益	-5.43	-1.28	-1.13	-1.24	长期借款	214.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	2026.69	2974.60	3430.22	3976.88	股权融资	2.92	0.00	0.00	0.00
所得税	393.51	565.17	651.74	755.61	支付股利	-685.74	-534.37	-736.29	-854.03
净利润	1633.18	2409.43	2778.48	3221.27	其他	-1721.96	-1054.69	-6.37	-9.83
少数股东损益	443.81	770.64	877.61	1007.02	筹资活动现金流净额	-2262.74	-1504.12	-642.65	-763.87
归属母公司股东净利润	1189.37	1638.79	1900.87	2214.25	现金流量净额	182.95	1182.48	1916.05	2051.06
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	10878.09	12060.58	13976.63	16027.69	成长能力				
应收和预付款项	1469.13	1724.04	1897.62	2085.74	销售收入增长率	-7.21%	9.55%	10.48%	11.32%
存货	10616.65	11273.78	12320.71	13567.75	营业利润增长率	-27.39%	46.44%	15.31%	15.93%
其他流动资产	439.50	360.97	386.17	416.26	净利润增长率	-28.38%	47.53%	15.32%	15.94%
长期股权投资	98.36	98.36	98.36	98.36	EBITDA 增长率	-24.59%	52.78%	13.13%	13.88%
投资性房地产	0.23	0.23	0.23	0.23	获利能力				
固定资产和在建工程	4061.79	3582.43	3176.32	2838.90	毛利率	42.87%	44.76%	45.46%	46.15%
无形资产和开发支出	821.74	799.78	777.83	755.87	三费率	28.36%	28.01%	28.03%	28.04%
其他非流动资产	2235.63	2212.29	2188.96	2165.62	净利率	9.46%	12.75%	13.30%	13.86%
资产总计	30621.12	32112.44	34822.81	37956.42	ROE	7.64%	10.41%	11.03%	11.69%
短期借款	115.06	200.00	300.00	400.00	ROA	5.33%	7.50%	7.98%	8.49%
应付和预收款项	4240.28	5251.83	5749.00	6330.77	ROIC	12.59%	19.32%	21.98%	24.41%
长期借款	1460.33	1460.33	1460.33	1460.33	EBITDA/销售收入	14.05%	19.59%	20.06%	20.52%
其他负债	3427.00	2045.99	2117.00	2201.61	营运能力				
负债合计	9242.67	8958.16	9626.34	10392.72	总资产周转率	0.56	0.60	0.62	0.64
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	4.48	5.15	6.41	8.11
资本公积	1953.15	1953.15	1953.15	1953.15	应收账款周转率	13.36	15.30	14.97	15.10
留存收益	10232.77	11337.19	12501.77	13861.99	存货周转率	0.90	0.93	0.94	0.95
归属母公司股东权益	13656.63	14661.81	15826.39	17186.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.93%	—	—	—
少数股东权益	7721.83	8492.47	9370.08	10377.10	资本结构				
股东权益合计	21378.45	23154.28	25196.47	27563.71	资产负债率	30.18%	27.90%	27.64%	27.38%
负债和股东权益合计	30621.12	32112.44	34822.81	37956.42	带息债务/总负债	17.04%	18.53%	18.29%	17.90%
					流动比率	3.59	4.08	4.14	4.19
					速动比率	1.96	2.27	2.36	2.42
					股利支付率	57.66%	32.61%	38.73%	38.57%
					每股指标				
					每股收益	0.87	1.19	1.39	1.61
					每股净资产	15.59	16.88	18.37	20.10
					每股经营现金	1.96	2.10	2.08	2.34
					每股股利	0.50	0.39	0.54	0.62
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	2423.76	3702.98	4189.12	4770.66					
PE	32.03	23.25	20.04	17.21					
PB	1.78	1.65	1.51	1.38					
PS	2.21	2.02	1.82	1.64					
EV/EBITDA	11.40	6.91	5.67	4.57					
股息率	1.80%	1.40%	1.93%	2.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn