

精品国药代表，民族瑰宝传承

——首次覆盖报告

公司深度

● 精品国药代表，民族瑰宝传承

公司前身始创于公元1669年（清康熙八年），迄今已有356年悠久历史。同仁堂股份成立于1997年，同年上交所上市，已经成为集中药生产、销售、科研和配送为一体的大型中医药企业。主要产品包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、同仁大活络丸、乌鸡白凤丸、六味地黄丸、金匱肾气丸等为代表的众多经典传统中药产品，常年生产的中成药超过400个品规，覆盖心脑血管、补益、清热、妇科、儿科等多领域，丰富的产品资源形成对品牌发展和稳健经营的有力支撑。

● 精品国药经营范式：大品种战略，全产业链经营

大品种战略、精品战略发展范式。2019-2023年，公司销售前五大产品组成基本稳定，安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、六味地黄系列和金匱肾气系列连续五年位居公司销售前五大产品，前五大单品销售额在公司医药工业销售中占比稳定在46%左右，但毛利率显著高于医药工业整体；安宫牛黄系列是公司核心代表产品，内地零售市场市占率超50%。公司持续对品种群进行全面梳理并细化分类，遴选50多个重点培育的潜力大品种，在生产、供应、研发和营销等方面予以资源倾斜；2023年底推出“御药传奇系列”首批精品品规。

中医药全产业链经营模式。公司在中医药产业链基本做到全产业覆盖，业务涵盖中药材种植、中成药生产和药品零售等多个领域，形成了完整的产业链闭环。“药材好，药才好”，对上游原料坚持“道地药材”原则，规模化、规范化种植和管理，保证中药材地头质量；中游常年生产超400个品种中药产品，安宫牛黄丸双天然市占率绝对领先；下游医药商业零售门店数量突破千家，对自有药品销售形成闭环服务。

● 几个不变与变化：中药材价格、天然牛黄、政策壁垒和品牌软实力

两个变化：上游中药材价格和核心原料天然牛黄供应。

1、中药材价格下降，缓解成本压力。从2024年7月份开始，中药材价格指数开始持续下跌，2025年3月3日最新价格指数为1856点，相对2024年7月高点2252点，半年多时间跌幅17.6%，时间长达8年的中药材大面积涨价趋势初步得到遏制。

2、牛黄进口试点，打开原料供应限制瓶颈：牛黄进口试点政策，申请人限制为试点区域内处方含牛黄中成药品种的药品上市许可持有人，全球肉牛存栏量是国内十倍，天然牛黄进口试点，为同仁堂等含牛黄成分药品生产企业，扩大天然牛黄供应带来便利，打开生产原料供应限制瓶颈。

两个不变：政策壁垒和强大的品牌软实力

1、政策壁垒不变。牛黄、麝香天然原料入药严格准入和配额制管理不变；天然麝香入药使用准入制管理、生产配额制管理；天然牛黄进口试点申请人限制为试点区域内处方含牛黄中成药品种的药品上市许可持有人，规范有序进口使用。

2、强大品牌软实力。销售以零售渠道为主，拥有自主定价能力，同仁堂安宫牛黄丸双天然产品内地和香港市场持续提价。国内拥有安宫牛黄丸生产批文的企业超过120家，但公司安宫牛黄丸在国内市占率超50%，香港市场品

推荐（首次评级）

李志新（分析师）

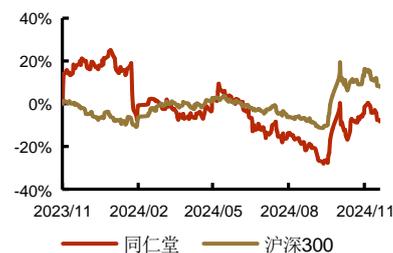
lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280523110001

市场数据 2025.03.06

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元): | 36.37 |
| 一年最低/最高(元): | 30.34/47.77 |
| 总股本(亿股): | 13.71 |
| 总市值(亿元): | 498.27 |
| 流通股本(亿股): | 13.71 |
| 流通市值(亿元): | 498.27 |
| 近3月换手率: | 33.46% |

股价一年走势



相关报告



牌号召力强大，2011 年公司安宫牛黄丸在香港零售市占率已高达 94.2%。

● 盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2024-2026 年，营业收入分别为 187.7/203.3/222.7 亿元，分别同比增 5.1%/8.3%/9.5%；归母净利润分别为 16.7/19.4/22.6 亿元，分别同比增 0.3%/15.8%/16.7%；每股 EPS 分别为 1.22/1.41/1.65 元；毛利率分别为 44.5%/45.5%/46.5%。

据 Wind 一致预期，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 28X，同仁堂 PE(2024E) 约 30 倍，估值略高于可比公司均值，首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；2、药品生产质量风险，导致品牌形象受损；3、主力产品安宫牛黄丸（双天然）提价，导致市场需求下滑风险。4、牛黄进口试点落地不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

财务摘要和估值指标 (2025.3.6)

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 15,372 | 17,861 | 18,767 | 20,330 | 22,267 |
| 增长率(%) | 5.3 | 16.2 | 5.1 | 8.3 | 9.5 |
| 净利润(百万元) | 1,426 | 1,669 | 1,674 | 1,938 | 2,261 |
| 增长率(%) | 16.2 | 17.0 | 0.3 | 15.8 | 16.7 |
| 毛利率(%) | 48.8 | 47.3 | 44.5 | 45.5 | 46.5 |
| 净利率(%) | 9.3 | 9.3 | 8.9 | 9.5 | 10.2 |
| ROE(%) | 11.9 | 12.8 | 11.7 | 12.1 | 12.6 |
| EPS(摊薄/元) | 1.04 | 1.22 | 1.22 | 1.41 | 1.65 |
| P/E | 49.9 | 51.7 | 29.7 | 25.7 | 22.0 |
| P/B | 5.4 | 5.8 | 3.5 | 3.2 | 2.9 |

资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 3 月 6 日

投资要件

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2024-2026 年，营业收入分别为 187.7/203.3/222.7 亿元，分别同比增 5.1%/8.3%/9.5%；归母净利润分别为 16.7/19.4/22.6 亿元，分别同比增 0.3%/15.8%/16.7%；每股 EPS 分别为 1.22/1.41/1.65 元；毛利率分别为 44.5%/45.5%/46.5%。

据 Wind 一致预期，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 28X，同仁堂 PE (2024E) 约 30 倍，市盈率估值略高于可比公司均值，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

公司医药工业产品线按治疗领域分心血管类、补益类、清热类、妇科类和其他药品，商业分部包含自有产品销售，相应有分部间抵消，我们分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) 心脑血管类：心脑血管类为公司核心优势产品，产品包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、同仁堂大活络丸等，2021-2023 年心脑血管类产品营收增速逐年下滑，毛利率受主要原材料牛黄和麝香价格涨幅较大影响，毛利率承压。我们分别假设 2024-2026 年，心脑血管类产品营收增速分别为 0%、8% 和 10%，2025 年开始恢复性增长，毛利率分别为 47%、50% 和 52%，毛利率逐年提升，反映牛黄进口试点后，牛黄原料成本压力缓解。

2) 补益类：补益类是公司第二大产品线，包括六味地黄丸、五子衍宗丸等。我们分别假设 2024-2026 年补益类产品营收年增长 8%、10% 和 12%，毛利率均保持稳定为 37.5%。

3) 妇科类：妇科类产品包括乌鸡白凤丸、坤宝丸等，历年销售比较平稳。我们假设 2024-2026 年妇科类产品年增长 5%，毛利率维持稳定在 42%。

4) 清热类：清热类产品与流行性疾病相关，2023 年为流感大年，感冒清热类产品销售相对旺盛，基数较高。我们假设 2024-2026 年清热类产品年增长 -15%、8% 和 10%，2024 年负增长，反映上 2023 年基数较高和 2024 年流行性疾病小年影响，毛利率稳定为 35.0%。

5) 其他产品：我们假设 2024-2026 年其他中药品种营收年增长 5%、10% 和 15%，毛利率稳定保持 41%。

6) 医药商业：医药商业营收增长主要是旗下同仁堂商业零售门店带动，2023-2024H1 门店新开显著提速，2024 年上半年新开 116 家门店。我们假设 2024-2026 年医药商业年均增长 9%，毛利率保持 31% 水平不变。

7) 分部抵消：公司医药商业销售自产药品比例逐年提升，2023 年分部抵消 34.6 亿元，占医药工业营收 31.3% 左右，我们假设 2024-2026 年，分部间抵消占医药工业营收分别为 33%、34% 和 35%，毛利率为 -2%。我们与市场的观点的差异

股价上涨的催化因素

中药原料尤其是天然牛黄、天然麝香价格下降；核心原料天然牛黄进口试点效果超预期；社零消费上升带动。

投资风险

- 1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；
- 2、产品质量风险，导致品牌形象受损；
- 3、主力产品安宫牛黄丸（双天然）提价，导致市场需求下滑风险；
- 4、牛黄进口试点落地不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1、精品国药代表，民族瑰宝传承..... | 7 |
| 1.1、公司概况：国药精品代表..... | 7 |
| 1.2、经营：医药工业稳健增长，医药商业运营效率持续提升..... | 9 |
| 1.3、同仁堂股权结构：国资领衔，子公司专业化运营..... | 11 |
| 2、精品国药经营范式：大品种战略，全产业链闭环..... | 12 |
| 2.1、大品种战略卓有成效，高毛利前五大系列产品稳定增长..... | 12 |
| 2.2、中医药全产业链布局：从中药材种植、中成药生产到药品零售..... | 14 |
| 3、同仁堂投资逻辑不变与变化：上游原料、政策壁垒和品牌软实力..... | 16 |
| 3.1、上游中药材：中药材涨价趋势得到遏制，成本端压力有望缓解..... | 16 |
| 3.2、核心原料：进口牛黄试点政策，有利于缓解天然牛黄供应矛盾..... | 17 |
| 3.3、政策壁垒：天然麝香配额管理，天然牛黄进口试点严格准入..... | 19 |
| 3.4、销售以零售渠道为主，拥有自主定价能力..... | 20 |
| 4、盈利预测及投资评级..... | 21 |
| 4.1、关键假设及盈利预测..... | 21 |
| 4.2、估值及投资评级..... | 22 |
| 5、风险提示..... | 23 |
| 附：财务预测摘要..... | 24 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：同仁堂品牌发展历史脉络梳理..... | 7 |
| 图 2：2020-2024H1 同仁堂经营业绩稳健增长..... | 9 |
| 图 3：2020-2023 同仁堂医药工业分部营收稳健增长..... | 10 |
| 图 4：2020-2024H1 同仁堂医药工业毛利率及净利润率..... | 10 |
| 图 5：2019-2023 同仁堂分治疗领域营收结构..... | 10 |
| 图 6：2019-2023 同仁堂医药工业分治疗领域毛利率..... | 10 |
| 图 7：2020-2024H1 同仁堂商业经营稳健增长..... | 11 |
| 图 8：2020-2024H1 同仁堂商业经营效率持续提升..... | 11 |
| 图 9：同仁堂（600085.SH）股权结构及业务架构..... | 12 |
| 图 10：2020-2023 年前五大产品销售额及占比..... | 13 |
| 图 11：2020-2023 年前五大产品及工业毛利率对比..... | 13 |
| 图 12：2019-2023 年安宫牛黄丸零售市场规模及增速..... | 14 |
| 图 13：2023 年安宫牛黄丸三大终端市场格局..... | 14 |
| 图 14：安宫牛黄丸零售渠道呈现“一超多强”市场格局..... | 14 |
| 图 15：2020-2024H1 同仁堂商业连锁门店数量..... | 15 |
| 图 16：同仁堂商业销售自有产品比例不断提升..... | 15 |
| 图 17：2020-2024H1 同仁堂商业零售门店开设中医诊疗服务门店及占比..... | 16 |
| 图 18：2020-2025 年康美中药材价格指数走势..... | 17 |
| 图 19：康美中药材指数跟踪品种一年来价格涨跌分布..... | 17 |
| 图 20：2022-2024 年天然牛黄（胆黄）价格走势..... | 18 |
| 图 21：2023 年我国及全球肉牛存栏量比较..... | 19 |
| 图 22：名贵中药材天然麝香实物图..... | 20 |

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 23: 名贵中药材天然牛黄/胆黄实物图 | 20 |
| 图 24: 内地同仁堂安宫牛黄丸双天然零售提价及幅度 | 20 |
| 图 25: 香港同仁堂安宫牛黄丸双天然零售提价及幅度 | 20 |
| 表 1: 同仁堂及子公司主要产品系列纵览 | 8 |
| 表 2: 2019-2023 年销售前五大单品系列变化 | 12 |
| 表 3: 四种不同来源牛黄性状、指标等对比 | 17 |
| 表 4: 同仁堂主营业务关键假设及营收拆分 | 21 |
| 表 5: 可比公司估值比较 | 23 |

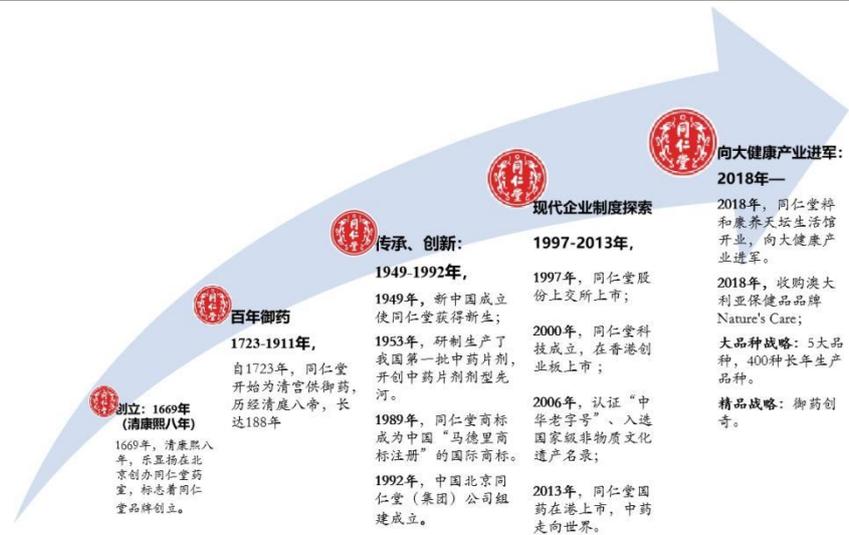
1、精品国药代表，民族瑰宝传承

1.1、公司概况：国药精品代表

公司前身始创于公元1669年（清康熙八年），迄今已有356年悠久历史。1997年，同仁堂股份成立，并在上交所挂牌上市。公司总部位于北京，已经成为集中药生产、销售、科研和配送为一体的大型中医药企业，是我国传统中医药优秀代表。

同仁堂中医文化底蕴深厚，以其“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的古训，秉持“修合无人见，存心有天知”的信条，确保了产品的高质量和卓越疗效，产品以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而闻名国内外，赢得了广大消费者的信赖。目前，同仁堂拥有三项国家级非遗项目，分别是“同仁堂中医文化”、“传统中药材炮制技艺”和“安宫牛黄丸制作技艺”；同仁堂中医药文化代表公司自身特色的传统技艺、炮制方法、仁德文化、质量文化、经营哲学、品牌形象和团队精神的总和；安宫牛黄丸制作技艺则是同仁堂在1798年首创，并在1870年将其列入《同仁堂传统配本》，成为瘟疫门的首药。传统中药材炮制技艺在同仁堂的发展中起到了重要支撑作用，坚持传统技艺的真实性、完整性和核心技艺的保护传承，使得传统产品的内在质量不断提高。

图1：同仁堂品牌发展历史脉络梳理



资料来源：公司官网，诚通证券研究所

同仁堂常年生产的中成药超过400个品规，产品剂型丰富，涵盖丸剂、散剂、酒剂及胶囊剂、口服液、滴丸剂等20余个产品剂型，形成了以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸为代表的心脑血管系列，以同仁乌鸡白凤丸、坤宝丸为代表的妇科系列，以国公酒、骨刺消痛液为代表的酒剂系列等十二个不同系列品种群。自主研发了中药新药巴戟天寡糖胶囊，在中药治疗中轻度抑郁领域打开了新的局面。丰富的产品资源形成对品牌发展和稳健经营的有力支撑。这些产品不仅在国内市场广受欢迎，还远销海外，成为中医药文化的重要代表。

核心产品安宫牛黄丸按牛黄、麝香中药材原料来源，分双天然、单天然产品，双天然产品使用天然牛黄、天然麝香两种天然原材料，单天然使用天然牛黄和人工麝香，产品定位和价格区间不同。

表 1: 同仁堂及子公司主要产品系列纵览

| 所属主体 | 药品大类 | 品名 | 主要成分 | 处方药/医保 | 主治适应症 | 生产主体 | 市场价格 |
|---------------------|--------|---------|--|----------|--|-----------------------------|--------------------------|
| 前五大系列 (不同年份略有变动) | 心脑血管 | 安宫牛黄丸 | 牛黄、水牛角浓缩粉、麝香、珍珠、朱砂、雄黄、黄连、黄芩、栀子、郁金、冰片等 | 处方药、医保甲类 | 清热解毒、镇惊开窍等功效。可用于热病、邪入心包、高热惊厥、神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑出血等 | 同仁堂股份、 同仁堂国药 （供海外销售） | 860 元/丸（3g/丸） 双天然 |
| | 心脑血管 | 牛黄清心丸 | 牛黄、当归、川芎、甘草、山药、黄芩、苦杏仁、大豆黄卷、大枣、白术、茯苓等 | 处方药、医保乙类 | 清心化痰，镇惊祛风。用于风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱等。 | 同仁堂股份 | 65 元/盒 3g*6 丸大蜜丸 |
| | 心脑血管 | 大活络丸 | 蕲蛇、乌梢蛇、威灵仙、两头尖、麻黄、羌活、肉桂、广藿香等 48 味中药组成 | 处方药、医保乙类 | 祛风散寒，除湿化痰，活络止痛的作用 | 同仁堂股份 | 65.5 元/盒 3.6g*6 大蜜丸 |
| | 补益类 | 五子衍宗丸 | 枸杞子、菟丝子(炒)、覆盆子、五味子(蒸)、盐车前子。 | OTC、非医保 | 补肾益精。用于肾虚精亏所致的阳痿不育、遗精早泄、腰痛尿后余沥 | 同仁堂股份 | 24 元/盒 9g*10 丸大蜜丸 |
| | 补益类 | 金匱肾气丸 | 地黄、山药、山茱萸、茯苓、牡丹皮、泽泻、桂枝、附子等 | 处方药、医保甲类 | 温补肾阳、化气行水，用于治疗肾虚水肿、腰膝酸软、小便不利、畏寒肢冷等病症 | 同仁堂科技 | 13.1 元/瓶 (360 水蜜丸) |
| | 补益类 | 六味地黄丸 | 熟地黄、山茱萸、山药、泽泻、丹皮、茯苓六味药组成 | 双跨药，医保甲类 | 滋阴补肾。用于肾阴亏损、头晕耳鸣、腰膝酸软、骨蒸潮热等。 | 同仁堂科技 | 38 元/瓶 (300 浓缩丸) |
| 同仁堂股份 | 调经止带类 | 乌鸡白凤丸 | 乌鸡（去毛、爪、肠）、红参、白芍、丹参、醋香附、当归、煅牡蛎、鹿角、桑螵蛸等 | OTC、医保甲类 | 补气养血，调经止带。用于气血两亏引起：月经不调行经腹痛。 | 同仁堂股份 | 21.85 元/盒 (9g*10 丸规格) |
| | 风湿关节用药 | 国公酒 | 当归、羌活、牛膝、防风、独活、牡丹皮、广藿香、槟榔等 | OTC | 散风祛湿，舒筋活络。 | 同仁堂股份 | 23.49 元/瓶 328ml/瓶 |
| | 补益类 | 锁阳固精丸 | 锁阳、肉苁蓉（蒸）、制巴戟天、补骨脂（盐炒）、菟丝子、杜仲（炭）、八角茴香等 | OTC、非医保 | 温肾固精。用于肾阳不足所致的腰膝酸软、头晕耳鸣、遗精早泄 | 同仁堂股份 | 22 元/盒 9g*10 丸大蜜丸 |
| | 补益类 | 人参归脾丸 | 人参、白术（麸炒）、茯苓、甘草（蜜炙）、黄芪（蜜炙）、当归、木香等 | OTC、医保乙类 | 益气补血，健脾养心。用于气血不足，心悸，失眠，食少乏力，月经量少等 | 同仁堂股份 | 22.8 元/盒 9g*10 丸大蜜丸 |
| 同仁堂科技 | 清热类 | 京制牛黄解毒片 | 牛黄、冰片、黄连、黄柏、石膏、金银花、薄荷、桔梗、连翘、大黄、黄芩、菊花等 | OTC、医保甲类 | 清热解毒。用于火热内盛，咽喉肿痛，牙龈肿痛，口舌生疮，目赤肿痛 | 同仁堂科技 | 5.7 元/瓶 0.27g*30 片 |
| | 清热类 | 感冒清热颗粒 | 芥穗、薄荷、防风、柴胡、紫苏叶、葛根、桔梗、苦杏仁、白芷、苦地丁、芦根 | OTC、医保甲类 | 疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干 | 同仁堂科技 | 21 元/盒 12g*12 袋 |

| | | | | | | |
|-------|-----|---------------------|----------|-----------------------------------|-------------|-------------------|
| 抗癌类 | 西黄丸 | 牛黄、麝香、乳香(醋制)、没药(醋制) | 处方药、医保乙类 | 清热解毒，消肿散结。用于热毒壅结所致的痈疽疔毒、瘰疬，流注、癌肿。 | 同仁堂科技 | 283元/盒 3g/6瓶 |
| 心脑血管类 | 阿胶 | 驴皮 | OTC | 补血滋阴，润燥，止血。用于血虚萎黄，眩晕心悸，心烦不眠，肺燥咳嗽 | 同仁堂科技、同仁堂股份 | 350元/250g |
| 补益类 | 生脉饮 | 红参、麦冬、五味子。辅料为蔗糖、防腐剂 | OTC、非医保 | 益气，养阴生津，用于气阴两亏，心悸气短，自汗。 | 同仁堂科技 | 25元/盒 10ml/10支 |

资料来源：公司主页，公司2023年年报，同仁堂科技2023年年报，京东商城，诚通证券研究所

备注：1、市场价格采自京东商城同仁堂自营零售价格，不同规格、时间价格略有差异；

2、安宫牛黄丸为双天然产品零售价格；

3、上述品种中，含天然麝香和天然牛黄成份的药品医保不予支付；六味地黄系列部分剂型未纳入国家基药目录和国家医保目录。

1.2、经营：医药工业稳健增长，医药商业运营效率持续提升

近三年来，公司经营保持稳健增长。2020-2023年，公司营业总收入从128.3亿元增长到178.6亿元，2020-2023年年复合增速（CAGR）为11.7%；归母净利润从10.3亿元增长到16.7亿元，期间年复合增速17.4%，净利润年复合增速显著高于营收增速。2024年上半年，受国内消费低迷影响，公司经营业绩基本与去年同期持平。

图2：2020-2024H1 同仁堂经营业绩稳健增长



资料来源：公司2020-2024H1定期报告，诚通证券研究所

分业务分部，公司主营业务包括医药工业和医药商业，医药工业为自产中成药生产销售，医药商业为销售自有药品和外部第三方饮片、药品，主要通过同仁堂商业旗下连锁门店对外经营。

2020-2023年，公司医药工业分部稳健增长。2023年公司医药工业经营收入历史首次突破百亿元大关，达到110.8亿元，同比2022年增长12.6%；2020-2023年医药工业分部营收年复合增速为13.1%。近年来，中药材价格涨幅较大，医药工业有效抵御了中药材涨价带来的成本压力，毛利率基本稳定在48%左右，2023-2024年受天然

牛黄和天然麝香短期涨幅较大影响（天然牛黄价格涨幅 153% 左右，天然麝香涨幅 33% 左右），毛利率有所下滑，2023 年为 47.3%，2024H1 进一步下降到 41.4%，分别同比 2022 年下降 2.0pct 和 7.6pct。医药工业分部归母净利润率稳定在 12.5% 左右。

图3： 2020-2023 同仁堂医药工业分部营收稳健增长



资料来源：公司 2020-2023 年年报，诚通证券研究所

图4： 2020-2024H1 同仁堂医药工业毛利率及净利润率



资料来源：公司 2020-2024H1 定期报告，诚通证券研究所

分治疗领域，心脑血管产品营收占比、毛利率双高。公司医药工业产品包含心脑血管类、补益类、妇科类、清热类和其他中药，其中心脑血管类产品是公司营收规模最大的细分药品，2023 年占医药工业比例约 39.6%，补益类占比约 15.6%，妇科类占比 3.4%，清热类占比 5.5%，以上四大治疗领域药品营收合计 64.2%，其他中药占比 35.8%。

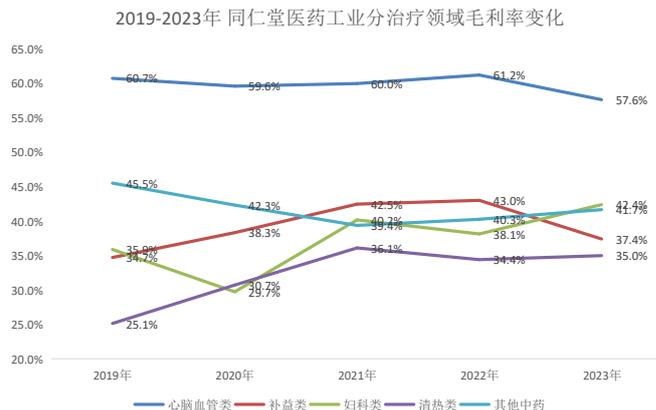
细分产品毛利率，心脑血管类毛利率最高，2019-2022 年长期维持 60% 以上，2023 年受牛黄、麝香等贵细原料价格大幅上涨影响，毛利率有所下滑，为 57.6%。妇科类、清热类产品毛利率近年来持续改善，补益类产品 2023 年毛利率同比下滑。

图5： 2019-2023 同仁堂分治疗领域营收结构



资料来源：公司 2019-2023 年年报，诚通证券研究所

图6： 2019-2023 同仁堂医药工业分治疗领域毛利率



资料来源：公司 2019-2023 年年报，诚通证券研究所

医药商业运营效率持续提升。公司医药商业分部主要通过同仁堂商业开展业务，上市公司持股同仁堂商业 51.98%，母公司同仁堂集团直接持股 33.61%。同仁堂商业持续加强零售终端运营优化，门店数量稳步增长，业绩稳健增长。含自产产品销售，同仁堂商业营收从 2020 年的 73.9 亿元增长到 2023 年的 103.4 亿元，年复合增长 11.8%，2023 年营收首次突破百亿大关，2024H1 营收 56.3 亿元，同比增长 0.8%，继续保持稳健增长。同仁堂商业净利润从 2020 年的 2.7 亿元，快速增长到 2023 年 5.5 亿元，年复合增速达 27.4%。商业连锁门店 2023 年末突破千家规模，达到 1001 家，2024H1 门店

数量 1116 家，2020-2024H1 闭店率仅 0.2% 左右。商业分部毛利率保持 31% 左右的较高毛利率水平，2024H1 毛利率为 26.7%，略有下滑。

同仁堂商业门店运营效率持续提升是公司商业分部净利润增速快于营收的主要推动力，2020-2023 年，单店年均销售额从 840 万元/年，持续提升到 2023 年 1033 万元/年，2024H1 为 1008 万元（年化）；门店经营坪效从 2020 年的 2055 元/平米/月持续提升到 2023 年的 2790 元/平米/年，坪效年复合提升 10.7%。

图7： 2020-2024H1 同仁堂商业经营稳健增长



资料来源：公司 2020-2024H1 定期公告，诚通证券研究所

图8： 2020-2024H1 同仁堂商业经营效率持续提升



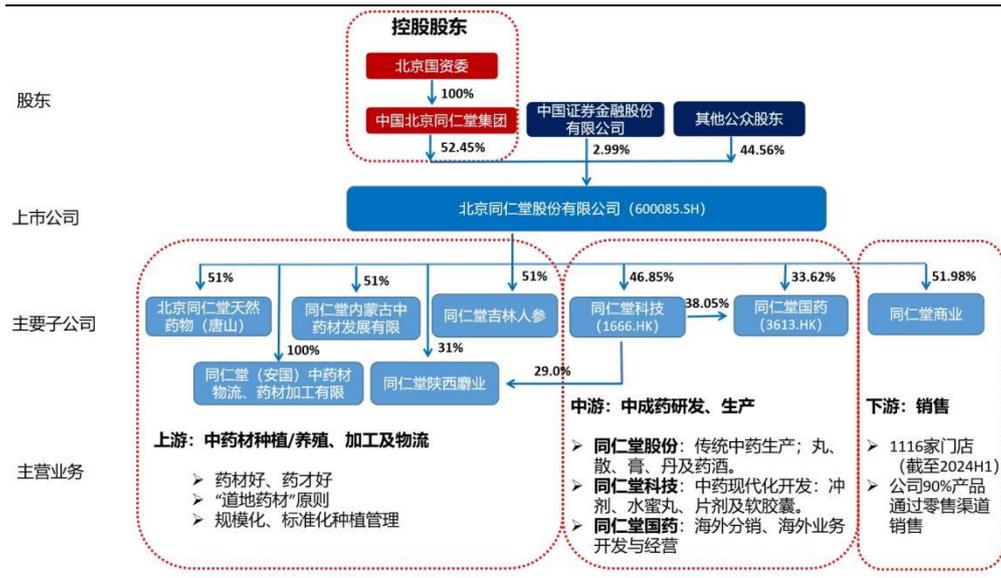
资料来源：公司 2020-2024H1 定期公告，诚通证券研究所

备注：2024H1 单店年均销售额为年化数据。

1.3、同仁堂股权结构：国资领衔，子公司专业化运营

国资大比例持股。公司股东构成简单，大股东同仁堂（集团）有限持股公司 52.45% 股份，为绝对优势大股东，北京国资委全资持股同仁堂（集团）有限；另外中国证券金融股份有限公司持股 2.99%，国资股东牢牢掌控公司绝对多数股份比例；其他公众股东为香港中央结算、内地公募基金、私募机构等股东。

子公司专业化分工运营。同仁堂集团对不同业务板块划分赛道，形成专业化分工和定位，有利于各公司专注核心业务领域，提高运营效率和专业水平。上游中药材种植/养殖，加工及物流分别由专业子公司运营，包括同仁堂（安国）中药材加工、物流有限公司、内蒙古中药材发展、同仁堂陕西麝业、同仁堂吉林人参等；中游中成药开发、生产环节，同仁堂股份、同仁堂科技主要围绕以工业端为主的中药研发、生产、供应链以及产品文号等资源进行整合；同仁堂国药作为海外分销平台，侧重海外业务开发与经营，目前主要市场集中在港澳及东南亚市场；下游销售由同仁堂商业聚焦零售终端业务拓展，积极推进社会连锁门店的网络覆盖、配送体系等方面的建设，提升市场竞争力，截至 2024 年 6 月底，公司已有 1116 家连锁门店；公司目前 90% 医药产品通过零售终端销售，自有同仁堂商业零售终端发挥重要作用。

图9：同仁堂（600085.SH）股权结构及业务架构

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、精品国药经营范式：大品种战略，全产业链闭环

2.1、大品种战略卓有成效，高毛利前五大系列产品稳定增长

公司稳步推进大品种战略，梳理细化产品梯队，已形成大品种群。2019-2023年，公司销售前五大产品组成基本稳定，安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、六味地黄系列和金匱肾气系列连续五年位居公司销售前五大产品，其中安宫牛黄系列和同仁牛黄清心系列连续5年排公司销售单品前两名，系列产品按主要原材料分单/双天然或人工产品，其中单/双天然产品主打高端产品，人工原料成本相对亲民，满足大众日常用药需求；安宫牛黄系列是公司绝对优势产品，长期占据主要市场份额。另外，同仁大活络系列、五子衍宗系列和牛黄解毒系列，在不同年份进入前五大系列。2023年，五子衍宗系列新进销售前五大。

表 2：2019-2023 年销售前五大单品系列变化

| 药品名称 | 治疗领域 | 是否处方药 | 是否纳入国家医保 | 是否纳入国家基药目录 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|----------|------|-------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 安宫牛黄系列 | 心脑血管 | 是 | 是 | 是 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 同仁牛黄清心系列 | 心脑血管 | 是 | 否 | 否 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 同仁大活络系列 | 心脑血管 | 是 | 否 | 否 | √ | | √ | √ | |
| 五子衍宗系列 | 补益类 | 否 | 否 | 否 | | | | | √ |
| 六味地黄系列 | 补益类 | 否 | 是 | 是 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 金匱肾气系列 | 补益类 | 是 | 是 | 是 | √ | √ | √ | √ | √ |
| 牛黄解毒系列 | 清热类 | 是 | 是 | 否 | | √ | | | |

资料来源：公司 2019-2023 年报，诚通证券研究所

从销售额看，前五大单品销售额从 2020 年 35.7 亿元，增长到 2023 年 49.5 亿元，2020-2023 年复合增速 (CAGR) 约为 11.6%；前五大单品销售额在公司医药工业销售中占比稳定在 46% 左右，但毛利率显著高于医药工业整体，2023 年受中药材涨价影响，

公司医药工业及前五大单品毛利率均有所下滑。

2023年同仁堂营业收入前五名的主要品种为安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、五子衍宗系列、六味地黄系列和金匱肾气系列，共实现收入49.53亿元，同比增长9.97%。补益类产品五子衍宗系列新进前五大。

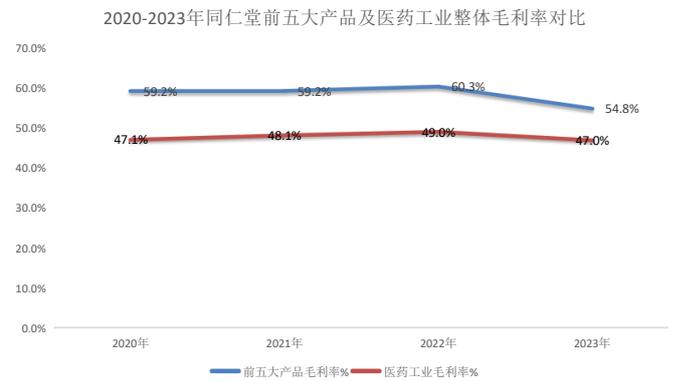
产销方面，2023年前五名中心脑血管类产品生产1614万盒，销售量1684万盒，当年销售量大于生产量，累计库存187万盒，按月均销售量140万盒测算，库存量仅够支撑约1个月的销售量，公司心脑血管类安宫牛黄丸和牛黄清心丸两款产品动销较好。前五大补益类当年生产量3663万盒，小哦火速3611万盒，产销基本平衡，库存量1458万盒。

图10：2020-2023年前五大产品销售额及占比



资料来源：2020-2023年公司年报，诚通证券研究所

图11：2020-2023年前五大产品及工业毛利率对比



资料来源：2020-2023年公司年报，诚通证券研究所

另外，进一步深化落实大品种战略、精品战略。公司持续对品种群进行全面梳理并细化分类，遴选50多个重点培育的潜力大品种，在生产、供应、研发和营销等方面予以资源倾斜；另外，2023年底推出“御药传奇系列”首批精品品规，分阶段、分区域投放市场，先期选择了近百家自有门店作为试点进行试销，目前已逐步扩展到重点省市的第三方门店进行试销，将根据产品终端动销的市场反馈，考虑继续推出第二批精品系列产品，以满足不同消费者的差异化需求。在营销方面，零售终端设立专柜，建立“一品一策”营销策略，形成精准化、差异化的推广策略。

主要产品系列：安宫牛黄丸，市场绝对领导者

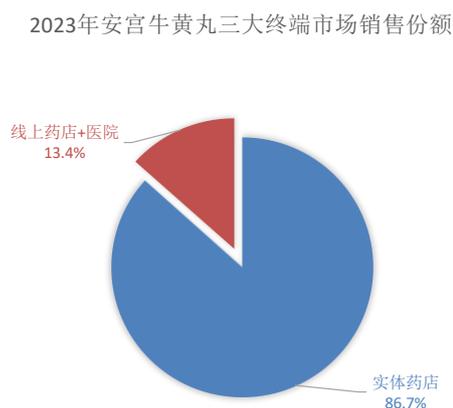
安宫牛黄丸市场规模超60亿元，销售渠道以零售市场为主。据米内网数据，2023年，国内安宫牛黄丸三大终端（实体药店、网上药店和医院）市场规模超60亿元，其中线下实体药店销售规模约52亿元，占整体市场的86.7%，线下实体药店是安宫牛黄丸的主要销售渠道。分牛黄和麝香原料来源，双天然安宫牛黄丸市场占比过半，单天然产品和人工产品占比均在25%左右，双天然和单天然产品合计销售占比75%左右。

图12： 2019-2023 年安宫牛黄丸零售市场规模及增速



资料来源：中康 CHIS 数据，观研天下，诚通证券研究所

图13： 2023 年安宫牛黄丸三大终端市场格局

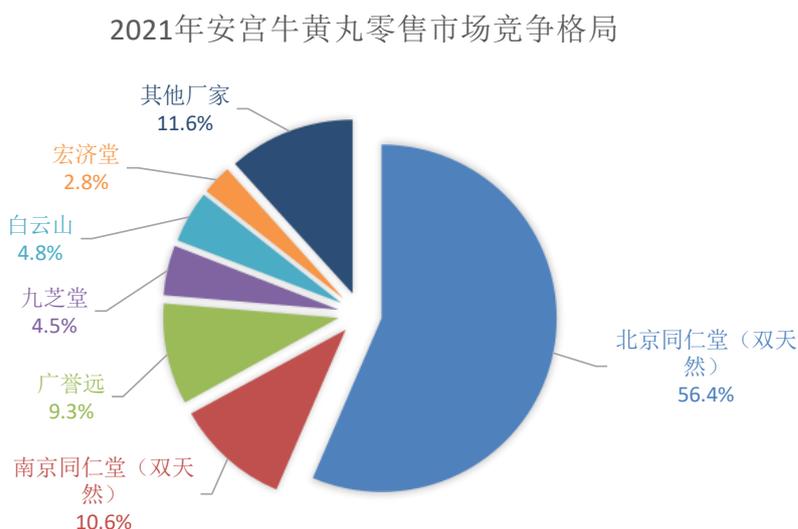


资料来源：米内网，诚通证券研究所

安宫牛黄丸国内市场呈现“一超多强”的竞争格局。国内拥有安宫牛黄丸生产批文的企业超过 120 家，目前我国安宫牛黄丸主要品牌有北京同仁堂、南京同仁堂、广誉远、宏济堂、马百良（香港）、中一药业（白云山）、九芝堂、达仁堂、胡庆余堂等。根据安宫牛黄丸主要中药材原料牛黄和麝香的来源，安宫牛黄丸可以分为双天然（天然牛黄+天然麝香）、单天然（天然牛黄+人工麝香或体培牛黄+天然麝香）和人工安宫牛黄丸。双天然安宫牛黄丸是指同时采用天然牛黄和天然麝香的安宫牛黄丸。

据中康 CHIS 数据，2017-2021 年，公司安宫牛黄丸（双天然）长期占据主要市场份额，2021 年市占率在 56.4%，远超其他竞品，安宫牛黄丸市场呈现一超（北京同仁堂）多强（南京同仁堂、广誉远等）格局。

图14： 安宫牛黄丸零售渠道呈现“一超多强”市场格局



资料来源：中康 CHIS 系统，诚通证券研究所

2.2、中医药全产业链布局：从中药材种植、中成药生产到药品零售

公司在中医药产业链基本做到全产业覆盖，业务涵盖中药材种植、中成药生产、药品零售等多个领域，形成了全产业链经营。

1、上游中药材种植：中药材质量关系中药疗效优劣，“药材好，药才好”。

子公司专业化运营，严格把控中药材质量关。目前公司旗下主营上游中药材种养殖、加工和流通的企业有多家，对关键和部分贵细中药材成立专门经营子公司负责，包括安国中药材加工、物流有限公司、同仁堂吉林人参有限公司、同仁堂陕西麝业有限公司和内蒙古中药材发展有限公司等子公司。

“药材好，药才好”。一是坚持“道地药材”原则。道地药材因其独特的地理环境和气候条件，具有更高的药用价值和品质；同仁堂始终坚持“道地药材”原则，选择在药材原产地建立种植基地，确保药材的地道性和高品质。例如，人参种植在吉林长白山，枸杞种植在宁夏等地。二是规模化、标准化种植/养殖管理，保证中药材地头质量。公司在全国范围内建立了多个中药材种植基地，形成了规模化种植体系，这不仅降低了生产成本，还提高了药材供应的稳定性。种植过程中严格执行GAP（中药材生产质量管理规范），从选种、种植、采收到加工，每个环节都实现了标准化管理，确保药材质量的可控性和一致性。正是源头可控的中药材种植，保证了公司高品质的中药疗效和良好市场口碑。

2、中游中成药生产和销售：医药工业首次突破百亿元规模，自有商业连锁零售药店突破千家规模。

公司生产业务主要由同仁堂股份、同仁堂科技和同仁堂国药运营，常年生产超过400个中成药品种，2023年医药工业经营收入首次突破百亿元规模。

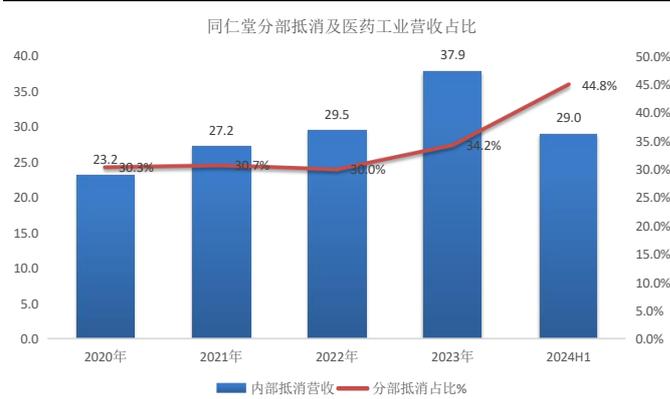
公司旗下产品超过90%通过零售渠道销售，院内销售仅占10%左右；其中自有同仁堂商业旗下连锁零售药店近年来门店规模不断扩大，自有产品销售占比不断提升，为公司产品销售提供有力支持。2023-2024H1同仁堂商业新开门店数量提速，尤其是2024H1新设门店数量达到116家，远超2023年新设门店全年总数，自有商业连锁零售药店突破千家规模，2024H1进一步增加到1116家。自有产品通过同仁堂商业销售（分部抵消）规模不断提升，2023年为37.9亿元，占医药工业总营收比例34.2%，2024H1进一步提升到同期医药工业营收的44.8%。

图15：2020-2024H1 同仁堂商业连锁门店数量



资料来源：公司2020-2024H1定期报告，诚通证券研究所

图16：同仁堂商业销售自有产品比例不断提升



资料来源：公司2020-2024H1定期报告，诚通证券研究所

3、中医诊疗服务：公司在旗下零售药店内增设中医医疗诊所，为消费者提供健康咨询和诊疗服务。截至2024H1，设有中医医疗诊所的门店数量达到682家，占全部门店数量的61.1%。门店设立中医医疗诊所对自有药品销售共同形成闭环服务。

图17： 2020-2024H1 同仁堂商业零售门店开设中医诊疗服务门店及占比



资料来源：公司 2020-2024H1 定期报告，诚通证券研究所

3、同仁堂投资逻辑不变与变化：上游原料、政策壁垒和品牌软实力

3.1、上游中药材：中药材涨价趋势得到遏制，成本端压力有望缓解

中药材涨价趋势得到遏制，成本端压力有望缓解。从2016年以来，中药材价格呈持续上涨趋势，一方面是部分品种受自然灾害和种植难度大等因素市场供应偏紧，另外中药保健需求持续稳健增长；尤其是2020年后受疫情推动需求上涨，中药材大面积价格快速上涨。

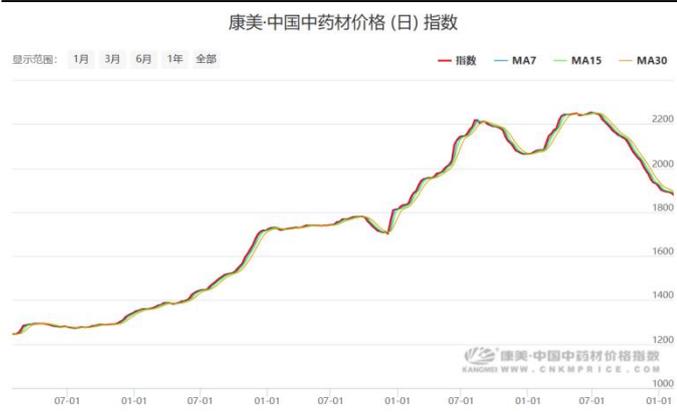
康美中药材价格指数从2020年初的1200点上涨到2024年中的2250点，区间价格涨幅达87.5%；2020-2024年，白术、猫爪草、冬瓜子、玳玳花、桃花等多种普通药材价格涨幅翻倍，牛黄、麝香等天然名贵中药材价格短期涨幅巨大，天然牛黄/胆黄从2023年初65万元/公斤，快速上涨到2024年3月的165万元/公斤，年涨幅高达154%；天然麝香也从2023年6月的45万元/公斤涨到了60万元/公斤，年涨幅33%。

以同仁堂和片仔癀为代表的精品国药厂家，受主要中药材原料涨价影响，2024年以来毛利率持续承压，即使下游主力产品大幅提价也无法有效平抑成本压力。2023年和2024H1，片仔癀医药工业分部毛利率分别为75.77%和67.55%，均显著低于2022年以前的78%毛利率；同仁堂医药工业分部毛利率分别为47%和41.4%，而2022年以前毛利率为49-50%，二者2024H1的毛利率均下降幅度较大，显示中药材原料价格上涨带来的较大压力。

从2024年7月份开始，中药材价格指数开始持续下跌，2025年3月3日最新价格指数为1856点，相对2024年7月高点2250点，半年多时间跌幅17.6%。康美中药材价格指数跟踪的515个品种价格，一年以来市场价格持平或下跌品种数量

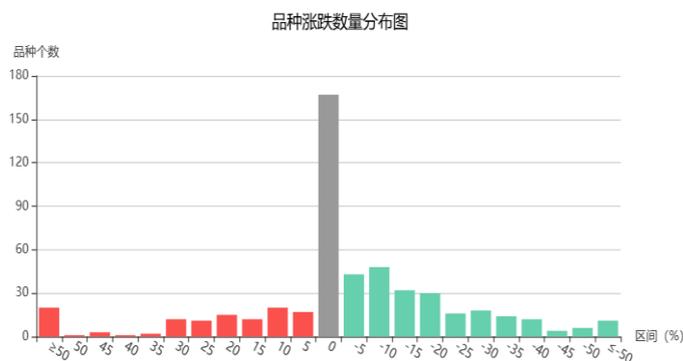
分别为 167 个和 234 个，远超上涨品种数量 114 个，中药材涨价趋势得到遏制，以同仁堂为代表的国药生产商成本端压力有望缓解。

图18： 2020-2025 年康美中药材价格指数走势



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

图19： 康美中药材指数跟踪品种一年来价格涨跌分布



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

3.2、核心原料：进口牛黄试点政策，有利于缓解天然牛黄供应矛盾

公司主力产品安宫牛黄系列、牛黄清心系列、牛黄解毒系列主要原料均含牛黄（胆黄），牛黄是对公司产品毛利率影响较大的原料之一。天然牛黄是牛科动物（主要是黄牛或水牛）胆囊、胆管或肝管中形成的病理产物，是中国四大名贵珍稀动物药材之一，始载于《神农本草经》，在我国药用已有 2000 多年的历史。

目前，市面上主要的牛黄原材料可分为四种，分别为天然牛黄、培植牛黄、体外培育牛黄和人工牛黄。天然牛黄是牛科病理产物，牛胆道发炎或者是患有胆汁排除障碍，胆汁中的胆固醇、钙盐和胆色素沉淀并凝结自然形成，发现概率 1%-2%，资源极其稀缺，可替代性低。培植牛黄通过人工手术方法将异物核置入牛胆囊内，并植入致病微生物，模拟胆黄体内天然形成过程而成。体培牛黄区别于培植牛黄，是利用牛新鲜胆汁在体外加入晶核和其他材料培育而成。培植牛黄和体培牛黄性状接近天然牛黄，人工牛黄为纯化学合成物质，其中胆红素、去氧胆酸等含量与天然牛黄有一定差距，CFDA 规定临床急重症用药品种中的牛黄不得使用人工牛黄替代。

表 3：四种不同来源牛黄性状、指标等对比

| 分类 | 天然牛黄/胆黄 | 体内培植牛黄 | 体培牛黄（体外） | 人工牛黄 |
|--------|--|----------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|
| 形成来源 | 牛科动物自然形成病理产物，发现概率 1%-2%，来源稀缺。 | 牛科动物活体胆囊置入晶核和微生物，体内培植 | 牛科动物新鲜胆汁作为母液，加入去氧胆酸、胆酸、复合胆红素等体外结晶而成 | 牛胆粉、胆酸、猪去氧胆酸、牛磺酸、胆红素、胆固醇、微量元素等加工而成 |
| 生产周期 | 自然形成，一般 5 岁以上老牛 | 较长，半年到一年 | 一周 | —— |
| 质量检测指标 | 胆酸 \geq 4.0%，胆红素 \geq 25.0% | 胆酸 \geq 7-13%，胆红素 \geq 35.0% | 胆酸 \geq 6.0%，胆红素 \geq 35.0% | 胆酸 \geq 13.0%，胆红素 \geq 0.63% |
| 功能主治 | 清心，豁痰，开窍，凉肝，息风，解毒。用于热病神昏，中风痰迷，惊痫抽搐，癫痫发狂， | 同天然牛黄 | 同天然牛黄 | 清热解毒，化痰定惊。用于痰热谵狂，神昏不语，小儿急惊风，咽喉肿痛，口舌生 |

| | | | | |
|----------|----------------------|----------------|--------|--------------------------|
| | 咽喉肿痛，口舌生疮，痈肿疔疮 | | | 疮，痈肿疔疮 |
| 价格（元/公斤） | 1650000 | NA | 120000 | 800 |
| 代表产品 | 同仁堂、广誉远、片仔癀等双天然安宫牛黄丸 | 九芝堂安宫牛黄丸等单天然产品 | | 人工牛黄甲硝唑、六神丸、牛黄清心丸、牛黄解毒片等 |

资料来源：华经产业研究院，诚通证券研究所

由于天然牛黄为牛科动物病理产物，通常在5岁以上老牛体内自然形成，发现概率1%-2%，来源稀缺。国内每年天然牛黄的产出量远不能满足传统中成药生产的需求量，长期处于供需关系紧张状态，导致价格不断走高。尤其是2023-2024年，天然牛黄价格持续快速上涨，根据康美中药网数据统计，天然牛黄在2023年1月的市场价格为65万元/公斤，此后持续快速上涨到2024年3月的165万元，并一直稳定在此高位。

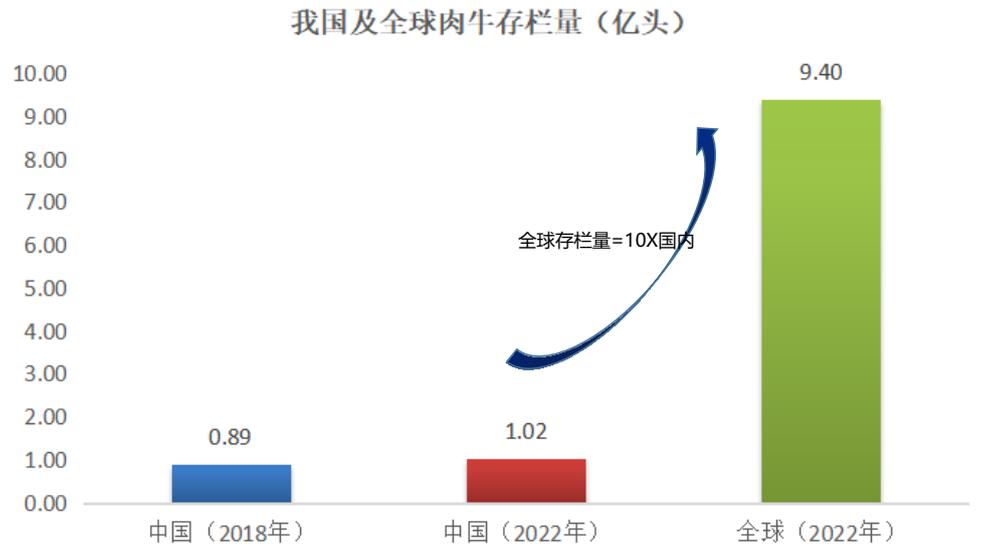
图20：2022-2024年天然牛黄（胆黄）价格走势



资料来源：康美中药网，诚通证券研究所

2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》意见，公告对来自于不存在疯牛病疫情禁令国家（地区），且符合中国海关检疫要求和药品质量检验要求的牛黄，允许其试点用于中成药生产。本次政策试点时限为2年，试点区域包括北京等12个省（区、市）。到期后根据试点工作情况，牛黄进口使用相关工作逐步在全国范围内推开。据华经产业研究院数据，2022年全球（含我国）肉牛存栏量约9.4亿头，我国约1.02亿头，全球肉牛存栏量是国内近十倍，牛黄进口试点政策的推进将明显有利于缓解国内天然牛黄的供应紧张问题，有利于使用天然牛黄为中药材原料的品牌中药改善盈利水平。

图21： 2023 年我国及全球肉牛存栏量比较



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，诚通证券研究所

3.3、政策壁垒：天然麝香配额管理，天然牛黄进口试点严格准入

公司销售前五产品安宫牛黄系列、牛黄清心系列主要中药材原料均含牛黄和麝香，其中双天然安宫牛黄丸、双天然同仁堂牛黄清心丸中药材原料为天然麝香和天然牛黄。

天然麝香：我国对天然麝香实行配额制管理。从2005年起，为了保障药材供应，国家开始对天然麝香进行严格管理并实行配额制，对库存天然麝香实施标准化封装、调控年度消耗量、仅限中医药使用、专用标识等规范原料入药的管理措施。使用天然麝香的目前获得天然麝香使用资格的企业共计13家（除此外使用麝香的企业均以人工麝香代替，并须在药物主要成分中标明“人工麝香”）。天然麝香入药使用准入制管理、生产配额制管理，为公司及相关企业产品带来深厚的准入壁垒。

同时，政策鼓励中医药企业开展林麝养殖，以缓解天然麝香长期供不应求的矛盾。陕西宝鸡市凤县是全国最大的林麝养殖基地和中药麝香主产区，2024年凤县人工养殖林麝超4.2万头，年产麝香180公斤。2015年，同仁堂在陕西宝鸡设立同仁堂陕西麝业有限，直接&间接持股60%，注册资本3000万元，从主产地源头掌控天然麝香原料供应。

天然牛黄/胆黄：天然牛黄试点进口政策严格准入、规范有序使用。2024年7月1日，国家药监局综合司、海关总署办公厅公开征求《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告（征求意见稿）》意见，公告对来自于不存在疯牛病疫情禁令国家（地区），且符合中国海关检疫要求和药品质量检验要求的牛黄，允许其试点用于中成药生产。试点区域包括北京等12个省（区、市）。**牛黄进口申请人应为试点区域内处方含牛黄中成药品种的药品上市许可持有人，且进口的牛黄只限自用，不得销售。**全球肉牛存栏量是国内的十倍，天然牛黄进口试点，为同仁堂等含牛黄成分药品生产企业，扩大天然牛黄供应带来便利。

图22: 名贵中药材天然麝香实物图



资料来源: 康美中药网, 诚通证券研究所

图23: 名贵中药材天然牛黄/胆黄实物图



资料来源: 百度百科, 诚通证券研究所

3.4、销售以零售渠道为主, 拥有自主定价能力

公司产品约 90% 通过院外零售渠道销售, 医院渠道销售占比仅 10% 左右, 渠道模式以院外零售药店销售为主, 结合线上销售和少量院内销售。

近年来公司主力产品安宫牛黄丸在内地和香港市场持续提价, 拥有较强自主定价能力。从 2012 年以来, 内地安宫牛黄丸 (双天然, 3g/丸) 提价 3 次, 最新价格为 860 元/丸; 而同仁堂国药双天然安宫牛黄丸在港零售价格提价频繁, 从 2010 年以来提价超 8 次, 2024 年 6 月最新提价到 1280 元/丸, 提价幅度达 20%。2023 年以来, 天然牛黄涨价幅度巨大, 且当前香港零售价远高于内地, 我们认为内地零售价有进一步上调空间。

同仁堂国药安宫牛黄丸在香港市场品牌号召力强大, 据同仁堂国药招股说明书披露, 2011 年公司安宫牛黄丸在香港零售额市占率已高达 94.2%。

图24: 内地同仁堂安宫牛黄丸双天然零售提价及幅度



资料来源: 京东大药房, 诚通证券研究所

图25: 香港同仁堂安宫牛黄丸双天然零售提价及幅度



资料来源: 同仁堂国药官网, 同仁堂国药 IPO 说明书, 诚通证券研究所

4、盈利预测及投资评级

4.1、关键假设及盈利预测

公司医药工业产品线按治疗领域分心血管类、补益类、清热类、妇科类和其他药品，商业分部包含自有产品销售，相应有分部间抵消，我们分别给予营收增速和毛利率假设，如下：

1) **心脑血管类**：心脑血管类为公司核心优势产品，产品包括安宫牛黄丸、牛黄清心丸、同仁堂大活络丸等，2021-2023 年心脑血管类产品营收增速逐年下滑，毛利率受主要原材料牛黄和麝香价格涨幅较大影响，毛利率承压。我们分别假设 2024-2026 年，心脑血管类产品营收增速分别为 0%、8%和 10%，2025 年受消费上升带动开始恢复性增长，毛利率分别为 47%、50%和 52%，毛利率逐年提升，反映牛黄进口试点后，牛黄原料成本压力缓解。

2) **补益类**：补益类是公司第二大产品线，包括六味地黄丸、五子衍宗丸等。我们分别假设 2024-2026 年补益类产品营收年增长 8%、10%和 12%，毛利率均保持稳定为 37.5%。

3) **妇科类**：妇科类产品包括乌鸡白凤丸、坤宝丸等，历年销售比较平稳。我们假设 2024-2026 年妇科类产品年增长 5%，毛利率维持稳定在 42%。

4) **清热类**：清热类产品与流行性疾病相关，2023 年为流感大年，感冒清热类产品销售相对旺盛，基数较高。我们假设 2024-2026 年清热类产品年增长-15%、8%和 10%，2024 年负增长，反映上 2023 年基数较高和 2024 年流行性疾病小年影响，毛利率稳定为 35.0%。

5) **其他产品**：我们假设 2024-2026 年其他中药品种营收年增长 5%、10%和 15%，毛利率稳定保持 41%。

6) **医药商业**：医药商业营收增长主要是旗下同仁堂商业零售门店带动，2023-2024H1 门店新开显著提速，2024 年上半年新开 116 家门店。我们假设 2024-2026 年医药商业年均增长 9%，毛利率保持 31%水平不变。

7) **分部抵消**：公司医药商业销售自产药品比例逐年提升，2023 年分部抵消 34.6 亿元，占医药工业营收 31.3%左右，我们假设 2024-2026 年，分部间抵消占医药工业营收分别为 33%、34%和 35%，毛利率为-2%。

表 4：同仁堂主营业务关键假设及营收拆分

| 同仁堂经营拆分： | 单位 | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 合并营业收入 | 亿元 | 146.03 | 153.72 | 178.61 | 187.68 | 203.30 | 222.68 |
| 同比 | % | 13.86% | 5.27% | 16.19% | 5.08% | 8.33% | 9.53% |
| 毛利率 | % | 47.62% | 48.80% | 47.29% | 44.53% | 45.50% | 46.46% |
| 分产品 | | | | | | | |
| 一、医药工业分部 | 亿元 | 88.76 | 98.40 | 110.79 | 113.42 | 123.59 | 138.44 |
| 同比 | % | 15.99% | 10.86% | 12.59% | 2.38% | 8.96% | 12.02% |
| 毛利率 | % | 48.13% | 48.95% | 46.96% | 42.50% | 43.63% | 44.32% |
| 细分分产品： | | | | | | | |

| | | | | | | | |
|---------------------------|----|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1、母公司生产：心脑血管类(安宫、清心、大活络等) | 亿元 | 36.29 | 40.63 | 43.88 | 43.88 | 47.39 | 52.13 |
| 同比 | % | 20.80% | 11.97% | 8.00% | 0.00% | 8.00% | 10.00% |
| 毛利率 | % | 59.96% | 61.20% | 57.62% | 47.00% | 50.00% | 52.00% |
| 2、补益类(六味、金匱、五子衍宗) | | 14.56 | 15.67 | 17.30 | 18.68 | 20.55 | 23.02 |
| 同比 | % | 2.86% | 7.62% | 10.40% | 8.00% | 10.00% | 12.00% |
| 毛利率 | % | 42.45% | 43.00% | 37.39% | 37.50% | 37.50% | 37.50% |
| 3、妇科类(乌鸡白凤丸、坤宝丸) | | 3.80 | 3.48 | 3.77 | 3.96 | 4.15 | 4.36 |
| 同比 | % | 23.83% | -8.38% | 8.28% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | % | 40.16% | 38.12% | 42.38% | 42.00% | 42.00% | 42.00% |
| 4、清热类(感冒清热颗粒、牛黄解毒) | 亿元 | 5.24 | 5.29 | 6.14 | 5.22 | 5.64 | 6.20 |
| 同比 | % | 5.19% | 0.86% | 16.07% | -15.00% | 8.00% | 10.00% |
| 毛利率 | % | 36.09% | 34.39% | 34.97% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 5、其他中药品种 | 亿元 | 28.87 | 33.33 | 39.70 | 41.69 | 45.85 | 52.73 |
| 同比 | % | 18.90% | 15.45% | 19.11% | 5.00% | 10.00% | 15.00% |
| 毛利率 | % | 39.36% | 40.25% | 41.65% | 41.00% | 41.00% | 41.00% |
| 二、商业分部(同仁堂商业) | 亿元 | 82.41 | 84.80 | 102.5 | 111.7 | 121.7 | 132.7 |
| 同比 | % | 12.64% | 2.90% | 20.83% | 9.00% | 9.00% | 9.00% |
| 毛利率 | % | 31.51% | 30.95% | 31.11% | 31.00% | 31.00% | 31.00% |
| 三、分部间抵消 | 亿元 | -25.14 | (29.48) | (34.64) | (37.43) | (42.02) | (48.45) |
| 同比 | % | 17.32% | 17.27% | 17.50% | 8.06% | 12.26% | 15.31% |
| 毛利率 | % | -3.39% | -2.05% | -1.61% | -2.0% | -2.0% | -2.0% |
| 分部抵消营收占工业比例 | % | 28.32% | 29.96% | 31.27% | 33.0% | 34.0% | 35.0% |

资料来源：Wind，诚通证券研究所

综上，我们预测公司 2024-2026 年，营业收入分别为 187.7/203.3/222.7 亿元，分别同比增 5.1%/8.3%/9.5%；归母净利润分别为 16.7/19.4/22.6 亿元，分别同比增 0.3%/15.8%/16.7%；每股 EPS 分别为 1.22/1.41/1.65 元；毛利率分别为 44.5%/45.5%/46.5%。

4.2、估值及投资评级

公司为精品国药传承代表企业，我们选取同为精品国药的生产企业片仔癀、云南白药、达仁堂进行估值比较，可比公司业务模式类似，均含医药工业和医药商业分部。

据 Wind 一致预期，2024 年可比公司平均 PE 倍数为 28X，同仁堂 PE (2024E) 为 30 倍，估值略高于可比公司均值，低于片仔癀估值水平，首次覆盖给予“推荐”评级。

表 5：可比公司估值比较

| 股票代码 | 公司简称 | 当前股价（元） | 总市值（亿元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600436.SH | 片仔癀 | 201.5 | 1,215.8 | 4.64 | 5.27 | 6.06 | 6.97 | 43.4 | 38.2 | 33.2 | 28.9 |
| 000538.SZ | 云南白药 | 55.3 | 986.3 | 2.29 | 2.54 | 2.80 | 3.07 | 24.1 | 21.8 | 19.7 | 18.0 |
| 600329.SH | 达仁堂 | 30.4 | 202.9 | 1.28 | 1.31 | 1.52 | 1.75 | 23.7 | 23.3 | 20.0 | 17.3 |
| | 平均 | | | | | | | 30.4 | 27.7 | 24.3 | 21.4 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 36.37 | 498.80 | 1.22 | 1.22 | 1.41 | 1.65 | 29.9 | 29.8 | 25.8 | 22.0 |

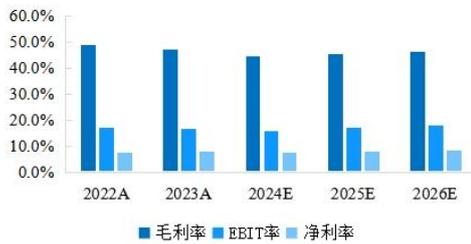
资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：股价数据截至 2025.3.6；片仔癀、云南白药、达仁堂 2024-2026 年 EPS 为 Wind 一致预期，同仁堂为本报告财务模型预测数据。

5、风险提示

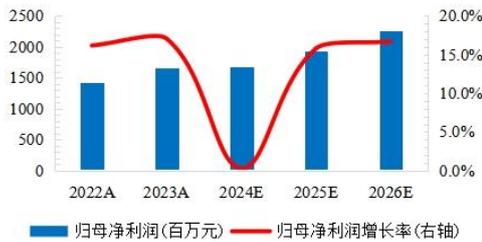
- 1、牛黄、麝香等天然贵细原料价格继续大幅上涨带来较大成本压力；
- 2、药品生产质量风险，导致品牌形象受损；
- 3、主力产品安宫牛黄丸（双天然）提价，导致市场需求下滑风险。
- 4、牛黄进口试点落地不及预期，天然贵细药材无法支持进一步生产扩张。

附：财务预测摘要

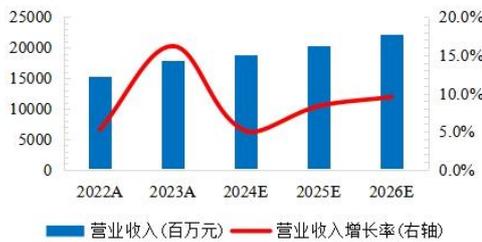
1、毛利率、EBIT率、净利率



2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 15372 | 17861 | 18767 | 20330 | 22267 |
| 营业成本 | 7870 | 9414 | 10410 | 11080 | 11921 |
| 折旧和摊销 | 399 | 401 | 345 | 369 | 341 |
| 营业税费 | 167 | 168 | 177 | 192 | 210 |
| 销售费用 | 3071 | 3437 | 3566 | 3822 | 4142 |
| 管理费用 | 1342 | 1523 | 1619 | 1744 | 1916 |
| 财务费用 | -5 | -110 | -151 | -176 | -205 |
| 公允价值变动损益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 投资收益 | 3 | -1 | 3 | 4 | 2 |
| 营业利润 | 2721 | 3084 | 3090 | 3579 | 4172 |
| 利润总额 | 2717 | 3081 | 3084 | 3574 | 4169 |
| 少数股东损益 | 774 | 914 | 912 | 1059 | 1234 |
| 归属母公司净利润 | 1426 | 1669 | 1674 | 1938 | 2261 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 27044 | 30089 | 31339 | 34352 | 37152 |
| 流动资产 | 20559 | 23361 | 24687 | 27622 | 30247 |
| 货币资金 | 11624 | 12132 | 13538 | 15046 | 17203 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 1301 | 1056 | 1421 | 1262 | 1676 |
| 应收票据 | 464 | 239 | 666 | 215 | 802 |
| 其他应收款 | 96 | 112 | 106 | 131 | 129 |
| 存货 | 6694 | 9340 | 8390 | 10482 | 9822 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 19 | 18 | 16 | 15 | 12 |
| 固定资产 | 3813 | 3812 | 3827 | 3987 | 4192 |
| 无形资产 | 746 | 755 | 733 | 710 | 687 |
| 总负债 | 8590 | 9832 | 9181 | 9671 | 9475 |
| 无息负债 | 5555 | 6559 | 6448 | 7206 | 7260 |
| 有息负债 | 3035 | 3273 | 2733 | 2465 | 2215 |
| 股东权益 | 18454 | 20257 | 22157 | 24681 | 27678 |
| 股本 | 1371 | 1371 | 1371 | 1371 | 1371 |
| 公积金 | 2006 | 2001 | 2001 | 2001 | 2001 |
| 未分配利润 | 7262 | 8371 | 8657 | 9008 | 9407 |
| 少数股东权益 | 6647 | 7199 | 8112 | 9171 | 10405 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 3094 | 1869 | 2744 | 2517 | 3215 |
| 净利润 | 2199 | 2583 | 2586 | 2997 | 3496 |
| 折旧摊销 | 399 | 401 | 345 | 369 | 341 |
| 净营运资金增加 | 95 | 1289 | 30 | 668 | 414 |
| 其他 | 401 | -2404 | -217 | -1517 | -1036 |
| 投资活动产生现金流 | -211 | -76 | -262 | -444 | -514 |
| 净资本支出 | 330 | 325 | -75 | 81 | 177 |
| 长期投资变化 | 0 | -5 | 2 | 2 | 2 |
| 其他资产变化 | 119 | 244 | -335 | -361 | -335 |
| 融资活动现金流 | -1310 | -1430 | -1075 | -565 | -544 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 190 | 1242 | -651 | 490 | -197 |
| 无息负债变化 | 593 | 1004 | -111 | 758 | 54 |
| 净现金流 | 1735 | 395 | 1407 | 1508 | 2157 |

资料来源：Wind，诚通证券研究所

| 关键指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 5.3 | 16.2 | 5.1 | 8.3 | 9.5 |
| 净利润增长率 | 16.3 | 17.5 | 0.1 | 15.9 | 16.6 |
| EBITDA 增长率 | 13.9 | 11.8 | -2.7 | 14.8 | 14.2 |
| EBIT 增长率 | 16.2 | 13.5 | -1.2 | 15.7 | 16.5 |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 49.9 | 51.7 | 29.7 | 25.7 | 22.0 |
| PB | 5.4 | 5.8 | 3.5 | 3.2 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 15.6 | 14.1 | 14.1 | 12.1 | 10.4 |
| EV/EBIT | 18.0 | 15.9 | 15.8 | 13.4 | 11.2 |
| EV/NOPLAT | 22.2 | 19.0 | 18.8 | 16.0 | 13.4 |
| EV/Sales | 3.1 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/IC | 3.2 | 2.9 | 2.8 | 2.6 | 2.3 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 48.8 | 47.3 | 44.5 | 45.5 | 46.5 |
| EBITDA 率 | 19.9 | 19.2 | 17.7 | 18.8 | 19.6 |
| EBIT 率 | 17.3 | 16.9 | 15.9 | 17.0 | 18.1 |
| 税前净利润率 | 17.7 | 17.3 | 16.5 | 17.6 | 18.7 |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 7.5 | 7.8 | 7.5 | 8.0 | 8.5 |
| ROA | 8.1 | 8.6 | 8.3 | 8.7 | 9.4 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 11.9 | 12.8 | 11.7 | 12.1 | 12.6 |
| 经营性 ROIC | 120.4 | 98.3 | 154.6 | 221.2 | 506.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 3.2 | 3.3 | 3.6 | 3.6 | 4.0 |
| 速动比率 | 2.1 | 1.9 | 2.3 | 2.2 | 2.6 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 3.9 | 4.0 | 5.1 | 6.3 | 7.8 |
| 有形资产/有息债务 | 8.0 | 8.3 | 10.4 | 12.8 | 15.6 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 1.04 | 1.22 | 1.22 | 1.41 | 1.65 |
| 每股红利 | 0.32 | 0.50 | 0.35 | 0.36 | 0.38 |
| 每股经营现金流 | 1.82 | 1.13 | 2.00 | 1.84 | 2.34 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 1.87 | 1.19 | 2.11 | 1.83 | 2.28 |
| 每股净资产 | 8.61 | 9.52 | 10.24 | 11.31 | 12.59 |
| 每股销售收入 | 11.21 | 13.02 | 13.68 | 14.82 | 16.24 |

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>

