

同仁堂(600085)

报告日期: 2025 年 04 月 05 日

蜕变进行中，静待毛利率东风

——同仁堂 2024 年年报点评

投资要点

- **事件:** 同仁堂发布 2024 年年报，报告期内实现营收 185.97 亿元(同比+4.12%)，归母净利润 15.26 亿元(同比-8.54%)，扣非归母净利润 14.82 亿元(同比-10.55%); 单 Q4 实现营收 47.78 亿元(同比+15.41%)，归母净利润 1.76 亿元(同比-36.65%)，扣非归母净利润 1.61 亿元(同比-42.13%)。全年业绩略有承压。
- **主业收入增长明显，工业商业共同发力。**2024 年公司心脑血管产品(安宫牛黄、牛黄清心、大活络等)实现营收 51.46 亿元，同比增长 17.26%; 补益类产品(五子衍宗、六味地黄、阿胶等)实现营收 21.27 亿元，同比增长 22.98%。自营药店数量净增加 250 家，达到 1251 家，相比 2020~2023 年每年净增加 60 家以内有明显提升。2024 年公司应收账款与应收票据周转天数在收入良性增长的情况下，达到仅 27.76 天，同比下降 3.08 天，说明公司在铺设渠道的同时注重纯销，经营效率持续提升。我们预计在公司开店加速，且注重第三方药店合作，提升营销效率的驱动下，核心产品收入有望在未来三年维持较好的双位数增长。
- **毛利率短期承压，中期有望持续修复。**2024 年心脑血管产品毛利率同比下降 8.31pct，仅为 49.31%，在过去 5 年中首次向下跌破 50%，对短期利润增长带来压力，我们认为主要系原材料天然牛黄较同期涨价所致。根据中药材天地网数据显示，2024 年 12 月底天然牛黄市场价格为 170 万元/公斤，相比 2023 年初的 57 万元/公斤提升了 198.25%。我们预计公司毛利率压力有望在 2025 年陆续改善，主要系(1)进口牛黄加持: 2024 年 7 月 1 日，国家药监局综合司、海关总署办公厅就《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)》，未来随着海外相对低价牛黄的进入，公司成本压力有望逐步缓解。(2)产品有调整价格的可能性: 据同仁堂国药 2024 年年报显示，2024 年下半年上调了在香港市场销售的安宫牛黄丸价格，在原材料价格压力导致同仁堂心脑血管产品毛利率持续下降并创新低的情况下，不排除后续调整大陆地区安宫牛黄丸价格的可能性。
- **分红提升彰显信心。**公司发布《2024 年度利润分配预案公告》，2024 年度公司现金分红(包括中期已分配的现金红利)总额 13.71 亿元，占本年度归属于上市公司股东净利润的 89.86%。在 2024 年净利润同比下滑的情况下，分红比例相比 2020 年以来明显提升，彰显公司对回馈股东的重视与对长期稳健发展的信心。
- **维持“买入”评级。**我们预计 2025-2027 年归母净利润 18.15/21.02/24.29 亿元，同比增长 18.90%/15.84%/15.55%，对应 PE27.87/24.06/20.82x。考虑到公司具备强品牌力与高产品壁垒，受集采影响小，毛利率有望修复，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策调整风险、成本波动风险、市场竞争加剧

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,597	21,263	23,406	25,658
(+/-) (%)	4.12%	14.33%	10.08%	9.62%
归母净利润	1,526	1,815	2,102	2,429
(+/-) (%)	-8.54%	18.90%	15.84%	15.55%
每股收益(元)	1.11	1.32	1.53	1.77
P/E	33.14	27.87	24.06	20.82

资料来源: 浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

1/3

投资评级: 买入(维持)

分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

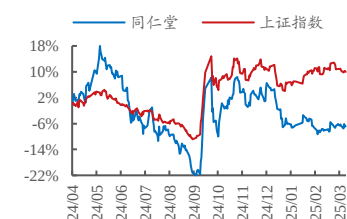
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 丁健行
执业证书号: S1230524050003
dingjianxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 36.88
总市值(百万元)	50,579.82
总股本(百万股)	1,371.47

股票走势图



相关报告

- 1 《毛利率短期承压，看好长期发展》 2024.10.30
- 2 《主业稳增分红升》 2024.08.31
- 3 《四问四答: 同仁堂的核心预期差在哪里?》 2024.05.23

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	23,696	25,213	27,101	29,219
现金	10,756	11,840	12,908	14,230
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,573	1,642	1,699	1,763
其它应收款	126	135	150	166
预付账款	227	222	233	266
存货	10,730	11,091	11,809	12,505
其他	283	282	303	289
非流动资产	7,502	6,929	6,793	6,698
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	87	31	34	38
固定资产	3,835	3,696	3,562	3,425
无形资产	783	767	753	741
在建工程	305	312	354	369
其他	2,492	2,122	2,089	2,125
资产总计	31,198	32,142	33,894	35,918
流动负债	7,598	7,321	7,559	7,919
短期借款	188	197	159	181
应付款项	4,116	4,301	4,530	4,565
预收账款	0	2	2	3
其他	3,294	2,822	2,868	3,171
非流动负债	2,699	2,519	2,615	2,655
长期借款	1,246	1,277	1,303	1,320
其他	1,453	1,242	1,312	1,336
负债合计	10,297	9,840	10,173	10,575
少数股东权益	7,705	8,662	9,762	11,012
归属母公司股东	13,196	13,640	13,959	14,331
负债和股东权益	31,198	32,142	33,894	35,918

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	761	3,364	3,004	3,409
净利润	2,280	2,772	3,202	3,680
折旧摊销	410	329	334	342
财务费用	6	28	15	(1)
投资损失	(81)	(28)	(36)	(48)
营运资金变动	(1,030)	348	(15)	25
其它	(824)	(85)	(496)	(589)
投资活动现金流	(662)	(98)	(194)	(163)
资本支出	(202)	(112)	(157)	(134)
长期投资	(69)	56	(3)	(4)
其他	(391)	(42)	(34)	(25)
筹资活动现金流	(1,610)	(2,182)	(1,742)	(1,924)
短期借款	95	9	(38)	22
长期借款	(184)	31	26	17
其他	(1,521)	(2,222)	(1,730)	(1,963)
现金净增加额	(1,511)	1,084	1,068	1,322

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,597	21,263	23,406	25,658
营业成本	10,421	11,675	12,563	13,447
营业税金及附加	155	189	201	224
营业费用	3,595	3,976	4,424	4,901
管理费用	1,477	1,701	1,943	2,181
研发费用	269	319	375	436
财务费用	6	28	15	(1)
资产减值损失	69	111	121	121
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	81	28	36	48
其他经营收益	113	88	84	93
营业利润	2,799	3,380	3,885	4,490
营业外收支	7	0	1	2
利润总额	2,805	3,380	3,886	4,493
所得税	525	607	684	813
净利润	2,280	2,772	3,202	3,680
少数股东损益	754	958	1,099	1,250
归属母公司净利润	1,526	1,815	2,102	2,429
EBITDA	3,138	3,721	4,217	4,815
EPS（最新摊薄）	1.11	1.32	1.53	1.77

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.12%	14.33%	10.08%	9.62%
营业利润	-9.26%	20.78%	14.93%	15.59%
归属母公司净利润	-8.54%	18.90%	15.84%	15.55%
获利能力				
毛利率	43.96%	45.09%	46.33%	47.59%
净利率	12.26%	13.04%	13.68%	14.34%
ROE	11.63%	13.52%	15.23%	17.17%
ROIC	9.23%	11.59%	12.96%	14.39%
偿债能力				
资产负债率	33.00%	30.61%	30.02%	29.44%
净负债比率	29.59%	22.97%	22.75%	23.12%
流动比率	3.12	3.44	3.59	3.69
速动比率	1.71	1.93	2.02	2.11
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.67	0.71	0.74
应收账款周转率	15.65	15.25	15.19	15.16
应付账款周转率	2.59	3.02	3.10	3.23
每股指标(元)				
每股收益	1.11	1.32	1.53	1.77
每股经营现金	0.55	2.45	2.19	2.49
每股净资产	9.62	9.95	10.18	10.45
估值比率				
P/E	33.14	27.87	24.06	20.82
P/B	3.83	3.71	3.62	3.53
EV/EBITDA	18.14	13.63	12.07	10.58

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>