

2025年04月14日

证券研究报告·2024年年报点评

同仁堂(600085) 医药生物

当前价: 36.72元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

精品战略成效显著，国企改革持续推进

投资要点

- **事件:** 2024年, 公司实现营收 186.0 亿元, 同比+4.1%; 实现归母净利润 15.3 亿元, 同比-8.5%; 实现扣非归母净利润 14.8 亿元, 同比-10.6%。
- **精品战略持续推进, 提价放量成果显著。** 营收端, 2024 年公司营收 186.0 亿元 (+4.1%), 得益于公司大力推进营销改革、积极开拓市场。具体来看, 医药商业营收 112.3 亿元 (+9.6%), 医药工业营收 119.1 亿元 (+7.5%)。从细分领域看, 心脑血管/补益/清热/妇科类分别实现营收 51.5/21.3/7.3/4.8 亿元, 同比 +17.3%/+23.0%/+19.3%/+26.6%。公司持续深化精品战略, 前五名系列产品(安宫牛黄、牛黄清心、乌鸡白凤、六味地黄、金匱肾气) 营收 56.1 亿元 (+13.2%), 得益于安宫牛黄丸提价策略以及乌鸡白凤系列产品销量增加。2024 年 6 月, 公司双天然安宫牛黄丸在港零售价增幅 20.1%; 2024 年, 公司乌鸡白凤系列产品销量+34.2%。毛利端, 2024 年公司实现毛利率 44.0% (-3.3pp), 前五名系列产品实现毛利率 47.6% (-7.3pp), 主要系天然牛黄等中药材价格上涨导致产品成本增加。2025 年 3 月, 公司新品体培安宫牛黄丸正式上线, 零售价 398 元/丸, 有望提升公司大单品销量, 缓解天然牛黄价格上涨所带来的成本压力。2024 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 19.3%/7.9%/1.4%/0.03%, 同比+0.1pp/-0.6pp/-0.1pp/0.6pp, 基本保持不变。
- **母公司业绩增长强劲, 收购红惠医药拓商业院内市场。** 2024 年, 同仁堂母公司营收 49.0 亿元 (+19.2%), 净利润 13.9 亿元 (+11.6%), 主要得益于精品战略推广。子公司营收增长, 利润端承压。具体来看: 1) 同仁堂国药营收 14.7 亿元 (+7.0%); 归母净利润 4.6 亿元 (-6.3%)。营收增加得益于安宫牛黄在港价格提升以及内地市场灵芝孢子粉销售额增加。归母净利润下降主要系原材料成本增加导致。2) 同仁堂科技营收 72.6 亿元 (+7.2%), 归母净利润 5.2 亿元 (-11.6%)。报告期内, 同仁堂科技强化营销推广, 销售过亿产品九个, 六味地黄丸/生脉饮口服液/感冒清热颗粒/金匱肾气丸/加味逍遥系列产品销售额分别同比+10.7%/+14.9%/+17.1%/+3.5%/+5.0%。净利润下降主要系原材料价格上涨及费用增加导致。3) 同仁堂商业营收 106.2 亿元 (+2.6%), 归母净利润 3.9 亿元 (-6.3%), 门店数增加 250 家。2024 年 10 月, 公司公告, 同仁堂商业拟收购红惠医药 51% 股权, 有望拓宽同仁堂系列产品院内市场。
- **高管换届选举落地, 持续深化国企改革。** 2024 年 6 月, 公司完成换届选举工作, 邱淑兵担任董事长, 张朝华担任总经理。公司多名董监高在同仁堂科技担任重要职位, 邱淑兵现任同仁堂科技董事长。2024 年 11 月, 杨利辞任同仁堂副总经理职务, 并在同仁堂科技担任副总经理。2025 年, 同仁堂科技将持续深化改革, 以“保产值、控成本、调结构、降库存”为生产目标, 持续优化生产流程。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司持续推进精品战略, 提价放量持续推进。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 17.3 亿元、20.3 亿元和 23.8 亿元, 对应 PE 分别为 29 倍、25 倍和 21 倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 产品放量或不及预期, 库存清理节奏或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18597.28	20103.66	21892.89	23994.60
增长率	4.12%	8.10%	8.90%	9.60%
归属母公司净利润(百万元)	1526.27	1731.59	2031.57	2379.75
增长率	-8.54%	13.45%	17.32%	17.14%
每股收益EPS(元)	1.11	1.26	1.48	1.74
净资产收益率ROE	10.91%	11.95%	13.01%	14.07%
PE	33	29	25	21
PB	2.41	2.27	2.11	1.95

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

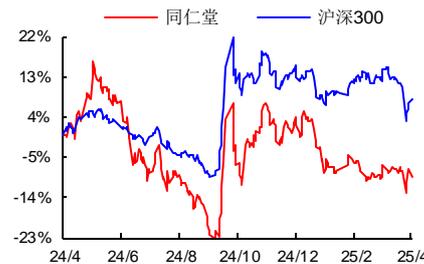
分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@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)	31.21-48.0
总市值(亿元)	497.84
总资产(亿元)	311.98
每股净资产(元)	9.62

相关研究

1. 同仁堂(600085): 大品种战略持续推进, 成本上涨影响毛利 (2024-04-11)

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，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。2024 年 6 月，公司双天然安宫牛黄丸在港零售价增幅 20.1%。2025 年 3 月，公司新品体培安宫牛黄丸正式上线，零售价 398 元/丸，有望提升公司大单品销量，缓解天然牛黄价格上涨所带来的成本压力。预计 2025-2027 年销量增速 20%/20%/20%，价格保持不变。

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。2024 年，子公司同仁堂科技持续深化大品种战略，推进“焕彩行动”和“御药 300”产品推广活动，开展“插旗行动”，深入开拓空白区域市场版图。预计 2025-2027 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。假设 2025-2027 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。公司持续推进精品战略，预计 2025-2027 年销量保持 15%增速，价格保持不变。

假设 2：医药商业：2024 年，同仁堂商业零售门店数量增加 250 家，且拟收购红惠医药 51%股份拓宽院内市场。预计 2025-2027 年销量增速 10%/10%/10%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：同仁堂收入及毛利分析

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
汇总	收入	18597.3	20104.5	21894.7	24001.5
	增速	4.1%	8.1%	8.9%	9.6%
	毛利率	44.0%	45.6%	46.7%	47.9%
I.医药工业	收入	11912.3	13205.6	14851.3	16908.3
	增速	7.5%	10.9%	12.5%	13.9%
	毛利率	43.7%	44.4%	44.5%	44.6%
1)心脑血管类	收入	5145.9	6175.1	7410.2	8892.2
	增速	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	49.3%	50.0%	50.0%	50.0%
2)补益类	收入	2127.3	2552.7	3063.3	3675.9
	增速	23.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.7%	36.0%	36.0%	36.0%
3)清热类	收入	733.0	842.9	969.4	1114.8
	增速	19.3%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%
4)妇科类	收入	477.2	548.8	631.1	725.8
	增速	26.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	47.5%	48.0%	48.0%	48.0%
5)其他	收入	3428.9	3086.0	2777.4	2499.6

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	-13.6%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
	毛利率	42.6%	43.0%	43.0%	43.0%
II. 医药商业	收入	11230.41	12353.45	13588.79	14947.67
	增速	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	27.4%	28.0%	28.0%	28.0%
III. 内部抵消及其他业务	收入	-4545.4	-5454.5	-6545.4	-7854.4
	增速	-31.2%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	2.5%	3.0%	3.0%	3.0%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	18597.28	20103.66	21892.89	23994.60	净利润	2280.34	2647.17	3099.52	3626.92
营业成本	10421.12	10936.39	11668.91	12501.19	折旧与摊销	409.53	696.43	728.26	761.08
营业税金及附加	154.94	201.04	218.93	239.95	财务费用	6.10	69.10	55.23	63.31
销售费用	3595.49	3819.70	4159.65	4558.97	资产减值损失	-62.77	0.00	0.00	0.00
管理费用	1476.55	1809.33	1970.36	2159.51	经营营运资本变动	-2472.31	463.79	-534.32	-609.90
财务费用	6.10	69.10	55.23	63.31	其他	600.10	55.09	3.07	15.19
资产减值损失	-62.77	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	760.99	3931.58	3351.76	3856.60
投资收益	81.14	0.00	0.00	0.00	资本支出	-243.37	-200.00	-300.00	-400.00
公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00	其他	-418.74	0.00	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	-662.12	-200.00	-300.00	-400.00
营业利润	2798.58	3268.11	3819.81	4471.67	短期借款	94.70	12.28	100.00	100.00
其他非经营损益	6.81	0.00	6.75	6.01	长期借款	-184.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	2805.38	3268.11	3826.56	4477.68	股权融资	-50.74	0.00	0.00	0.00
所得税	525.05	620.94	727.05	850.76	支付股利	-1371.47	-1254.31	-1423.04	-1669.57
净利润	2280.34	2647.17	3099.52	3626.92	其他	-98.43	-1827.66	-55.23	-63.31
少数股东损益	754.06	915.58	1067.95	1247.17	筹资活动现金流净额	-1610.06	-3069.69	-1378.27	-1632.88
归属母公司股东净利润	1526.27	1731.59	2031.57	2379.75	现金流量净额	-1480.46	661.89	1673.49	1823.72
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10756.24	11418.13	13091.62	14915.34	成长能力				
应收和预付款项	1926.00	2008.78	2167.73	2388.02	销售收入增长率	4.12%	8.10%	8.90%	9.60%
存货	10729.86	11259.12	12036.45	12914.86	营业利润增长率	-9.26%	16.78%	16.88%	17.07%
其他流动资产	283.63	231.19	251.73	275.86	净利润增长率	-11.73%	16.09%	17.09%	17.02%
长期股权投资	87.16	87.16	87.16	87.16	EBITDA 增长率	-4.78%	25.49%	14.12%	15.05%
投资性房地产	0.40	0.40	0.40	0.40	获利能力				
固定资产和在建工程	4139.99	3683.04	3294.26	2972.66	毛利率	43.96%	45.60%	46.70%	47.90%
无形资产和开发支出	829.35	807.97	786.60	765.23	三费率	27.31%	28.34%	28.25%	28.26%
其他非流动资产	2444.91	2426.80	2408.69	2390.59	净利率	12.26%	13.17%	14.16%	15.12%
资产总计	31197.52	31922.59	34124.63	36710.11	ROE	10.91%	11.95%	13.01%	14.07%
短期借款	187.72	200.00	300.00	400.00	ROA	7.31%	8.29%	9.08%	9.88%
应付和预收款项	4750.07	6055.22	6425.85	6891.55	ROIC	20.01%	22.02%	26.15%	29.66%
长期借款	1245.63	1245.63	1245.63	1245.63	EBITDA/销售收入	17.28%	20.06%	21.03%	22.07%
其他负债	4113.10	2273.37	2328.30	2390.73	营运能力				
负债合计	10296.52	9774.22	10299.79	10927.91	总资产周转率	0.61	0.64	0.66	0.68
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	4.87	5.46	6.54	8.04
资本公积	1950.24	1950.24	1950.24	1950.24	应收账款周转率	14.06	13.45	13.66	13.76
留存收益	9729.13	10206.41	10814.94	11525.12	存货周转率	1.01	0.97	0.98	0.98
归属母公司股东权益	13196.32	13528.12	14136.64	14846.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.59%	—	—	—
少数股东权益	7704.68	8620.25	9688.20	10935.37	资本结构				
股东权益合计	20901.00	22148.37	23824.85	25782.20	资产负债率	33.00%	30.62%	30.18%	29.77%
负债和股东权益合计	31197.52	31922.59	34124.63	36710.11	带息债务/总负债	13.92%	14.79%	15.01%	15.06%
					流动比率	3.12	3.52	3.62	3.71
					速动比率	1.71	1.93	2.04	2.14
					股利支付率	89.86%	72.44%	70.05%	70.16%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	3214.21	4033.64	4603.30	5296.06	每股收益	1.11	1.26	1.48	1.74
PE	33.00	29.08	24.79	21.16	每股净资产	15.24	16.15	17.37	18.80
PB	2.41	2.27	2.11	1.95	每股经营现金	0.55	2.87	2.44	2.81
PS	2.71	2.51	2.30	2.10	每股股利	1.00	0.91	1.04	1.22
EV/EBITDA	12.56	9.45	7.94	6.58					
股息率	2.72%	2.49%	2.83%	3.32%					

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、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn