

同仁堂(600085)

报告日期: 2025 年 04 月 30 日

业绩增长符合预期，原材料采购优化启动

——同仁堂 2025 年一季报点评

投资要点

- **事件:** 同仁堂发布 2025 年一季报，一季度实现营收 52.76 亿元(同比+0.16%)，归母净利润 5.82 亿元(同比+1.10%)，扣非归母净利润 5.81 亿元(同比+1.66%)，业绩增长符合预期，在一季度 OTC 行业承压，毛利率压力大的情况下实为不易。
- **提质增效持续，原材料采购优化启动。** 2025Q1 面对复杂多变的市场环境波动，公司有效采取提质增效措施，仍然实现了营业收入和归母净利润的同比增长，公司经营基本面展现出较强的韧性和抗风险能力，经营业务保持稳健发展。经营活动产生的现金流量净额本期为 8.33 亿元，较上年同期增加了 10.84 亿元，主要是公司不断优化原料采购节奏，库存结构更趋合理，整体采购支出趋于平稳，经营活动产生的现金流量净额同比增长。在公司持续提质增效的情况下，我们预计 2025 年医药工业营收有望实现较好的双位数增长。
- **毛利率同比转好，中期有望持续修复。** 2025Q1 公司综合毛利率为 45.51%，同比提升 2.58pct，我们认为主要系毛利率较高的医药工业占比提升所致。中药材天地网数据显示，2025 年 3 月底天然牛黄市场价格为 170 万元/公斤（安国药市，下同），相比 2023 年 1 月的 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：2025 年 4 月，国家药监局、海关总署发布《关于允许进口牛黄试点用于中成药生产有关事项的公告》，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：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 17.76/20.47/23.43 亿元，同比增长 16.39%/15.21%/14.48%，对应 PE27.35/23.74/20.74x。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	18597	19646	21054	22650
(+/-) (%)	4.12%	5.64%	7.16%	7.58%
归母净利润	1526	1776	2047	2343
(+/-) (%)	-8.54%	16.39%	15.21%	14.48%
每股收益(元)	1.11	1.30	1.49	1.71
P/E	31.84	27.35	23.74	20.74

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

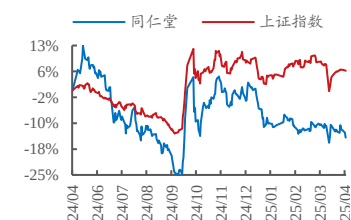
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 35.43
总市值(百万元)	48,591.19
总股本(百万股)	1,371.47

股票走势图



相关报告

- 1 《蜕变进行中，静待毛利率东风》 2025.04.06
- 2 《毛利率短期承压，看好长期发展》 2024.10.30
- 3 《主业稳增分红升》 2024.08.31

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	24,627	26,209	28,030
现金	10,756	12,519	13,828	15,327
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1,573	1,517	1,525	1,550
其它应收款	126	125	135	146
预付账款	227	200	201	223
存货	10,730	9,984	10,217	10,494
其他	283	282	303	289
非流动资产	7,502	6,916	6,774	6,674
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	2,109	2,071	2,101
资产总计	31,198	31,543	32,983	34,704
流动负债	7,598	6,781	6,791	6,979
短期借款	188	197	159	181
应付款项	4,116	3,871	3,919	3,831
预收账款	0	1	2	2
其他	3,294	2,711	2,711	2,965
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	9,300	9,406	9,635
少数股东权益	7,705	8,642	9,712	10,919
归属母公司股东	13,196	13,601	13,865	14,151
负债和股东权益	31,198	31,543	32,983	34,704

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	761	4,038	3,233	3,571
净利润	2,280	2,714	3,117	3,549
折旧摊销	410	329	334	342
财务费用	6	22	3	(16)
投资损失	(81)	(28)	(36)	(48)
营运资金变动	(1,030)	(26)	(168)	(77)
其它	(824)	1,027	(17)	(178)
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)	(2,177)	(1,730)	(1,909)
短期借款	95	9	(38)	22
长期借款	(184)	31	26	17
其他	(1,521)	(2,217)	(1,718)	(1,948)
现金净增加额	(1,511)	1,763	1,309	1,499

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,597	19,646	21,054	22,650
营业成本	10,421	10,510	10,869	11,284
营业税金及附加	155	174	181	198
营业费用	3,595	3,778	4,146	4,555
管理费用	1,477	1,572	1,747	1,948
研发费用	269	295	337	385
财务费用	6	22	3	(16)
资产减值损失	69	103	109	107
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	3,309	3,782	4,331
营业外收支	7	0	1	2
利润总额	2,805	3,309	3,783	4,333
所得税	525	595	666	784
净利润	2,280	2,714	3,117	3,549
少数股东损益	754	938	1,070	1,206
归属母公司净利润	1,526	1,776	2,047	2,343
EBITDA	3,138	3,645	4,102	4,640
EPS（最新摊薄）	1.11	1.30	1.49	1.71

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.12%	5.64%	7.16%	7.58%
营业利润	-9.26%	18.24%	14.30%	14.51%
归属母公司净利润	-8.54%	16.39%	15.21%	14.48%
获利能力				
毛利率	43.96%	46.51%	48.38%	50.18%
净利率	12.26%	13.81%	14.80%	15.67%
ROE	11.63%	13.26%	14.90%	16.73%
ROIC	9.23%	11.39%	12.72%	14.05%
偿债能力				
资产负债率	33.00%	29.48%	28.52%	27.76%
净负债比率	29.59%	24.30%	24.60%	25.38%
流动比率	3.12	3.63	3.86	4.02
速动比率	1.71	2.16	2.35	2.51
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.63	0.65	0.67
应收账款周转率	15.65	14.68	14.99	15.02
应付账款周转率	2.59	2.86	3.04	3.19
每股指标(元)				
每股收益	1.11	1.30	1.49	1.71
每股经营现金	0.55	2.94	2.36	2.60
每股净资产	9.62	9.92	10.11	10.32
估值比率				
P/E	31.84	27.35	23.74	20.74
P/B	3.68	3.57	3.50	3.43
EV/EBITDA	18.14	13.18	11.68	10.30

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>