公司评级	增持（维持）
报告日期	2025 年 05 月 05 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	36.45
总市值（亿元）	499.90
总股本（亿股）	13.71

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】同仁堂：三季度收入稳中有增，利润略有承压-2024.11.07

分析师：孙媛媛
S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁
S0190522080005
dongxiaojie@xyzq.com.cn

同仁堂(600085.SH)

2025 年 Q1 业绩符合预期，原材料成本压力有望逐步缓解

投资要点：

- **2025 年一季度业绩平稳，符合预期。**2025 年 Q1 单季度公司实现营业收入 52.76 亿元，同比增长 0.16%，归母净利润 5.82 亿元，同比增长 1.10%，扣非归母净利润 5.81 亿元，同比增长 1.66%。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属于上市公司股东的净利润的同比增长，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。2025 年 Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 8.33 亿元，同比增加了 10.84 亿元，主要由于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。

- **毛利率同环比有所改善，盈利能力稳定。**2025 年 Q1 单季度公司毛利率为 45.51%，同比提升 2.58pct，环比 2024 年 Q4 提升 0.79pct；归母净利率为 11.04%，同比提升 0.10pct。费用端，公司 2025 年 Q1 销售费用率为 19.41%，同比提升 3.46pct，管理费用率为 6.96%，同比提升 0.13pct，研发费用率为 0.69%，同比下降 0.10pct。

- **进口牛黄政策落地，期待原材料成本压力得到缓解。**根据中药材天地网数据显示，天然牛黄价格从 2023 年 1 月的 57 万/kg 上涨至 2025 年 4 月的 170 万/kg（安国药市），并且持续维持高位，对公司的原材料成本带来了明显的压力。2025 年 04 月 18 日国家药监局、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》，允许进口牛黄试点用于中成药生产，并且牛黄进口申请人应当为试点区域内处方含牛黄的中成药品种的药品上市许可持有人，增加海外天然牛黄供给的同时减少中间商炒作。随着该政策落地执行，公司原材料成本压力有望逐步缓解。

- **提高全年分红比例，积极提升股东回报。**公司积极响应新“国九条”政策，加强上市公司现金分红力度，在年度分红基础上增加中期分红，提高了分红比例和频率。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 2024 年归母净利润的 89.86%。

- **盈利预测及估值**：我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 17.30 亿元、19.98 亿元、22.96 亿元，同比增长 13.3%、15.5%、14.9%，对应 2025 年 4 月 30 日收盘价，PE 为 28.9、25.0、21.8 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示**：原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、国企改革不及预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	18597	20094	21682	23283
同比增长	4.1%	8.0%	7.9%	7.4%
归母净利润（百万元）	1526	1730	1998	2296
同比增长	-8.5%	13.3%	15.5%	14.9%
毛利率	44.0%	45.1%	45.8%	46.6%
ROE	11.6%	12.9%	14.7%	16.7%
每股收益（元）	1.11	1.26	1.46	1.67
市盈率	32.8	28.9	25.0	21.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**23696**	**25153**	**27138**	**29231**
货币资金	10756	11749	12821	14157
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1573	1609	1756	1866
预付款项	227	214	238	248
存货	10730	11155	11880	12500
其他	409	426	442	459
非流动资产	**7502**	**7204**	**6615**	**6211**
长期股权投资	87	87	87	87
固定资产	3835	3848	3825	3767
在建工程	305	364	371	377
无形资产	783	783	782	778
商誉	47	47	47	47
其他	2445	2075	1503	1155
资产总计	**31198**	**32357**	**33753**	**35442**
流动负债	**7598**	**7731**	**8005**	**8470**
短期借款	188	188	188	188
应付票据及应付账款	4116	4661	4858	5178
其他	3294	2882	2960	3104
非流动负债	**2699**	**2713**	**2713**	**2713**
长期借款	1246	1246	1246	1246
其他	1453	1467	1467	1467
负债合计	**10297**	**10443**	**10718**	**11183**
股本	1371	1371	1371	1371
未分配利润	8386	8294	8195	8080
少数股东权益	7705	8555	9475	10470
股东权益合计	**20901**	**21914**	**23035**	**24260**
负债及权益合计	**31198**	**32357**	**33753**	**35442**

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	1526	1730	1998	2296
折旧和摊销	1023	1229	1329	1044
营运资金的变动	-2497	268	-707	-364
经营活动产生现金流量	**761**	**4222**	**3730**	**4160**
资本支出	-518	-886	-733	-632
长期投资	0	0	0	0
投资活动产生现金流量	**-662**	**-875**	**-729**	**-627**
债权融资	891	-670	0	0
股权融资	50	0	0	0
融资活动产生现金流量	**-1610**	**-2348**	**-1929**	**-2197**
现金净变动	-1480	993	1072	1335

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**18597**	**20094**	**21682**	**23283**
营业成本	10421	11026	11750	12432
税金及附加	155	175	186	201
销售费用	3595	3918	4228	4540
管理费用	1477	1587	1713	1839
研发费用	269	299	320	344
财务费用	6	-9	-12	-16
投资收益	81	4	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-10	-10	-10
资产减值损失	-63	-60	-60	-60
营业利润	**2799**	**3146**	**3558**	**4011**
营业外收支	7	0	1	2
利润总额	**2805**	**3146**	**3559**	**4014**
所得税	525	566	641	722
净利润	2280	2580	2918	3291
少数股东损益	754	850	921	995
归属母公司净利润	**1526**	**1730**	**1998**	**2296**
EPS(元)	**1.11**	**1.26**	**1.46**	**1.67**

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	4.1%	8.0%	7.9%	7.4%
营业利润增长率	-9.3%	12.4%	13.1%	12.7%
归母净利润增长率	-8.5%	13.3%	15.5%	14.9%
盈利能力				
毛利率	44.0%	45.1%	45.8%	46.6%
归母净利率	8.2%	8.6%	9.2%	9.9%
ROE	11.6%	12.9%	14.7%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	33.0%	32.3%	31.8%	31.6%
流动比率	3.12	3.25	3.39	3.45
速动比率	1.65	1.76	1.85	1.92
营运能力				
资产周转率	60.7%	63.2%	65.6%	67.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.11	1.26	1.46	1.67
每股经营现金	0.55	3.08	2.72	3.03
估值比率(倍)				
PE	32.8	28.9	25.0	21.8
PB	3.8	3.7	3.7	3.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

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

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn