

24 年 H2 业绩短期承压， 25 年关注营销改革成效

核心观点

公司发布 2024 年年度业绩公告，全年实现收入 72.60 亿元，同比增长 7.18%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比下降 11.59%，业绩增长符合我们此前预期；不考虑分部间收入，其中母公司及境外子公司收入实现稳健增长，境内子公司受到外部环境影响短期承压。展望 25 年，随着公司持续推进营销改革，叠加境外子公司业绩持续恢复，有望推动公司全年业绩实现稳健增长，看好公司 25 年基本面经营持续向好。

事件

公司发布 2024 年年度业绩公告，全年业绩符合预期

3 月 28 日晚，公司发布 2024 年年度业绩公告，全年实现收入 72.60 亿元，同比增长 7.18%；实现归母净利润 5.22 亿元，同比下降 11.59%，业绩增长符合我们此前预期。根据年度股息分配预案，公司拟按每股 0.18 元（含税）派发年度股息，派发总额为 2.31 亿元。

简评

H2 业绩短期承压，海外子公司持续恢复

重要财务指标

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 6,773 | 7,260 | 7,749 | 8,399 | 9,175 |
| YOY(%) | 13.0 | 7.2 | 6.7 | 8.4 | 9.2 |
| 净利润(百万元) | 590 | 522 | 557 | 618 | 682 |
| YOY(%) | 1.3 | -11.6 | 6.8 | 10.8 | 10.4 |
| 毛利率(%) | 42.0 | 39.6 | 39.6 | 39.7 | 39.7 |
| 净利率(%) | 14.7 | 12.2 | 12.2 | 12.5 | 12.6 |
| ROE(%) | 8.6 | 7.2 | 7.6 | 8.4 | 9.1 |
| EPS(元/股，摊薄) | 0.46 | 0.41 | 0.43 | 0.48 | 0.53 |
| P/E(倍) | 9.7 | 10.9 | 10.2 | 9.2 | 8.4 |
| P/B(倍) | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |

资料来源：iFinD，中信建投证券

同仁堂科技 (1666. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期： 2025 年 5 月 6 日

当前股价： 4.74 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------|--------------|---------------|
| -1.86/1.16 | -2.87/-14.14 | -12.38/-39.08 |

12 月最高/最低价 (港元) 6.60/4.40

总股本 (万股) 128,078.40

流通 H 股 (万股) 62,870.40

总市值 (亿港元) 60.71

流通市值 (亿港元) 60.71

近 3 月日均成交量 (万) 209.04

主要股东

北京同仁堂股份有限公司 46.85%

股价表现



整体来看，2024年全年公司实现收入 72.60 亿元，同比增长 7.18%，不考虑分部间收入，其中母公司、同仁堂国药、其他子公司分别实现同比变化 9.43%、7.04%、-6.13%，母公司及境外子公司实现稳健增长，境内子公司受到外部环境影响短期承压；实现归母净利润 5.22 亿元，同比下滑 11.59%，利润端在原材料价格上涨等压力下持续承压。从下半年情况来看，2024 年 H2 公司实现收入 32.10 亿元，同比增长 13.54%，收入端在母公司及同仁堂国药的快速恢复带动下实现稳健增长；实现归母净利润 0.93 亿元，同比下滑 58.10%，利润端出现明显下滑主要由于：1) 原材料价格上涨及费用增长；2) 业务结构变化。

展望 25 年，随着公司持续推进营销改革，通过整合渠道、强化管控、发力终端等措施，推动线上、线下全面赋能，预计核心产品的市场地位及份额有望进一步提升，叠加灵芝孢子粉逐步清理库存推动境外子公司业绩持续恢复，有望推动公司全年业绩实现稳健增长，看好公司 25 年基本面经营持续向好。

大品种战略持续深入，核心产品增长稳健

2024 年，公司持续深化大品种战略，通过包装升级、原料升级、渠道升级、价格升级、管控升级、服务升级六大策略，不断提升产品价值，最终实现销售过亿的品种达到 9 个，销售过五百万的品种达到 56 个。从主导产品来看，公司生脉饮口服液系列、感冒清热颗粒系列、六味地黄丸系列、金匱肾气丸系列分别实现 14.85%、17.14%、10.71%、3.45% 的同比增长。在营销方面，公司持续推进“焕彩行动”产品以及“御药 300”产品的市场推广活动，同时深化“插旗行动”，在巩固渠道发展优势的同时，不断提高空白地区市场覆盖，助推产品销售上量，进一步提升产品铺市率和终端效能。

原材料上涨导致毛利率短期承压，费用率基本保持正常

2024 年，公司综合毛利率为 39.64%，同比下降 2.40p，主要由于原材料价格上涨所致；销售费用率达到了 18.01%，同比增加 2.06 个百分点，主要由于终端推广活动力度增加；管理费用率为 7.98%，同比下降 1.37pp，主要由于研发活动稳步推进，本期支出按进度有所减少。应收账款周转率从 7.97 提升至 9.84，应收账款流动性较强；存货周转率从 1.70 下降至 1.47，存货周转水平良好；其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们认为，公司背靠同仁堂百年品牌，品种资源丰富，经营壁垒深厚，随着公司大品种战略以及营销改革的持续推进，能够保证公司长期稳健增长；我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 77.49 亿元、83.99 亿元和 91.75 亿元，归母净利润分别为 5.57 亿元、6.18 亿元和 6.82 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 0.43 元/股、0.48 元/股和 0.53 元/股，同比增长分别为 6.8%、10.8%、10.4%，对应 PE 分别为 10.2x、9.2x 及 8.4x，维持“买入”评级。

风险分析

1、药品降价风险，公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；2、原材料价格波动风险，中药产品原材料周期性明显，目前成本端价格居高不下，原材料价格可能会进一步上升，导致成本压力进一步增大，进而影响公司业绩；3、公司改革不及预期风险，公司正在积极推动改革工作，但是可能存在改革效果不及预期等情况，进而影响公司盈利预期；4、医药行业政策变化影响：医药集采政策可能导致公司产品降价，或销售出现下滑，进而影响公司收入及盈利预期。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO等细分领域。2024年、2023年、2022年、2021年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk