

同仁堂 (600085.SH)

核心产品表现稳健，大品种战略展现成效

2024 年公司实现营业收入 185.97 亿元，同比增长 4.12%；归母净利润 15.26 亿元，同比下降 8.54%；扣非归母净利润 14.82 亿元，同比下降 10.55%。2025Q1 实现营收 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%。

- 成本上升毛利率短期承压，期间费率保持稳定。2024 年公司营业成本 104.21 亿元，同比增长 10.70%，毛利率 43.96%，同比减少 3.33pct，主要受中药材价格上涨影响；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 19.33%/7.94%/1.45%，同比+0.09/-0.59/-0.12pct，总体相对稳定。
- 核心大单品发力，医药工业收入稳增。2024 年公司医药工业实现收入 119.12 亿元，同比增长 7.52%，实现毛利率 43.75%，受原材料成本上升影响同比减少 3.22pct。公司聚焦大品种及精品战略取得成效，前五大产品（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁乌鸡白凤系列、六味地黄系列、金匱肾气系列）实现营收 56.07 亿元，同比增长 13.22%。细分领域看，心脑血管/补益/清热/妇科类产品分别实现营收 51.46/21.27/7.33/4.77 亿元，同比增长 17.26%/22.98%/19.27%/26.63%，增长势头强劲。
- 加速终端门店布局，医药商业业务稳步增长。2024 年医药商业业务实现营收 112.30 亿元，同比增长 9.60%，实现毛利率 27.39%，同比减少 3.72pct。截至 2024 年底，子公司同仁堂商业在全国拥有零售门店 1251 家，年内新增 250 家，有 720 家门店设立中医医疗诊所，占比 57.55%，取得医保定点资格门店数量达到 809 家，占比 64.67%。
- 全面深化三大发展战略，强化市场竞争力。公司以“高质量发展战略、精品战略、大品种战略”为核心，高质量落实各项工作提质增效，聚焦核心大品种，加快推进创新药、经典名方开发和中医药特色研究，推动大品种研发成果应用；有序推进“一品一策”营销策略，持续增强市场竞争力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为随着药材成本回落公司的盈利能力将得到提升，同时院内新渠道拓展将有助于公司提升销售潜力。综合考虑原材料成本等因素，预计 2025-2027 年将实现归母净利润 17.4/20.1/22.1 亿元，同比增长 14.0%/15.3%/10.1%，对应 PE 为 29/25/23 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：政策及市场推广风险、原材料供应及价格风险、研发失败风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	17861	18597	19791	20808	21881
同比增长	16%	4%	6%	5%	5%
营业利润(百万元)	3084	2799	3308	3814	4201
同比增长	13%	-9%	18%	15%	10%
归母净利润(百万元)	1669	1526	1739	2006	2209
同比增长	17%	-9%	14%	15%	10%
每股收益(元)	1.22	1.11	1.27	1.46	1.61
PE	30.6	33.4	29.3	25.4	23.1
PB	3.9	3.9	3.8	3.5	3.2

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

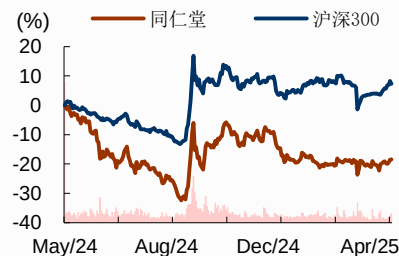
当前股价：37.18 元

基础数据

总股本（百万股）	1371
已上市流通股（百万股）	1371
总市值（十亿元）	51.0
流通市值（十亿元）	51.0
每股净资产（MRQ）	10.0
ROE（TTM）	11.1
资产负债率	32.7%
主要股东	中国北京同仁堂(集团)有限
主要股东持股比例	52.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-13	-18
相对表现	-4	-10	-26



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《同仁堂（600085）—中药材成本影响短期利润，营收维持增长趋势》2024-11-16
- 2、《同仁堂（600085）—中药材成本影响短期毛利率，中期分红率达 67.2%》2024-09-09
- 3、《同仁堂（600085）—业绩符合预期，稳步推进大品种战略》2024-04-02

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	23361	23696	24183	26767	29543
现金	12132	10756	11173	13342	15605
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	239	252	268	282	296
应收款项	1056	1321	1406	1479	1555
其它应收款	112	126	134	140	148
存货	9340	10730	10687	10987	11378
其他	482	510	515	537	561
非流动资产	6728	7502	7580	7628	7688
长期股权投资	18	87	90	100	110
固定资产	3808	3835	3859	3882	3902
无形资产商誉	805	833	750	675	607
其他	2097	2747	2881	2972	3069
资产总计	30089	31198	31763	34395	37232
流动负债	7162	7598	6777	7083	7414
短期借款	93	188	200	300	400
应付账款	4502	4116	4382	4505	4665
预收账款	676	314	748	769	796
其他	1891	2980	1447	1510	1553
长期负债	2671	2699	2781	2891	3001
长期借款	1430	1246	1246	1246	1246
其他	1241	1453	1535	1645	1755
负债合计	9832	10297	9557	9974	10415
股本	1371	1371	1371	1371	1371
资本公积金	2001	1950	1950	1950	1950
留存收益	9686	9875	10242	11378	12584
少数股东权益	7199	7705	8641	9721	10910
归属于母公司所有者权益	13058	13196	13564	14700	15906
负债及权益合计	30089	31198	31763	34395	37232

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1869	761	3681	3093	3288
净利润	2583	2280	2676	3085	3398
折旧摊销	401	410	446	433	421
财务费用	(124)	14	(34)	(99)	(128)
投资收益	1	(81)	(95)	(108)	(110)
营运资金变动	(962)	(1820)	709	(207)	(282)
其它	(30)	(42)	(20)	(10)	(10)
投资活动现金流	(76)	(662)	(398)	(353)	(351)
资本支出	(325)	(520)	(351)	(351)	(351)
其他投资	248	(143)	(47)	(2)	0
筹资活动现金流	(1430)	(1610)	(2867)	(571)	(674)
借款变动	(1305)	(382)	(1601)	100	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(5)	(51)	0	0	0
股利分配	(439)	(1371)	(1371)	(870)	(1003)
其他	319	195	105	199	228
现金净增加额	363	(1511)	416	2170	2263

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	17861	18597	19791	20808	21881
营业成本	9414	10421	10687	10987	11378
营业税金及附加	168	155	165	173	182
营业费用	3437	3595	3800	3974	4157
管理费用	1523	1477	1563	1623	1707
研发费用	280	269	317	354	394
财务费用	(110)	6	(34)	(99)	(128)
资产减值损失	(121)	(62)	(80)	(90)	(100)
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	57	106	90	100	100
投资收益	(1)	81	5	8	10
营业利润	3084	2799	3308	3814	4201
营业外收入	9	16	18	20	22
营业外支出	12	9	12	14	16
利润总额	3081	2805	3314	3820	4207
所得税	497	525	638	735	809
少数股东损益	914	754	937	1080	1189
归属于母公司净利润	1669	1526	1739	2006	2209

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	16%	4%	6%	5%	5%
营业利润	13%	-9%	18%	15%	10%
归母净利润	17%	-9%	14%	15%	10%
获利能力					
毛利率	47.3%	44.0%	46.0%	47.2%	48.0%
净利率	9.3%	8.2%	8.8%	9.6%	10.1%
ROE	13.4%	11.6%	13.0%	14.2%	14.4%
ROIC	11.7%	9.8%	11.1%	12.1%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	32.7%	33.0%	30.1%	29.0%	28.0%
净负债比率	6.8%	9.8%	4.6%	4.5%	4.4%
流动比率	3.3	3.1	3.6	3.8	4.0
速动比率	2.0	1.7	2.0	2.2	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	11.7	13.0	12.2	12.1	12.1
应付账款周转率	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
每股资料(元)					
EPS	1.22	1.11	1.27	1.46	1.61
每股经营净现金	1.36	0.55	2.68	2.26	2.40
每股净资产	9.52	9.62	9.89	10.72	11.60
每股股利	0.50	1.00	0.63	0.73	0.81
估值比率					
PE	30.6	33.4	29.3	25.4	23.1
PB	3.9	3.9	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	17.6	18.5	15.6	14.0	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。