

公司研究

医药零售行业承压，母公司经营稳健

——同仁堂（600085.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 97.69/9.45/9.42 亿元，同比+0.06%/-7.39%/-5.03%；经营性净现金流 19.53 亿元，同比大幅增长，主要由于公司优化原料采购节奏，原材料采购支出较上年同期减少所致。EPS（基本）0.689 元。业绩符合市场预期。

点评：

Q2 收入持平利润承压，成本上升为主因。25Q1-Q2 营收分别为 52.76/44.93 亿元，同比+0.16%/-0.06%；归母净利润 5.82/3.63 亿元，同比+1.10%/-18.38%；扣非归母净利润 5.81/3.61 亿元，同比+1.66%/-14.12%，25Q2 收入基本持平，利润端明显承压，与营业成本上升有关，25Q2 毛利率同比-2.18pp 至 42.84%。分业务看，25H1 医药工业和医药商业分别实现营收 65.62/60.55 亿元，同比+1.38%/+0.40%，均实现了稳健增长。公司大品种战略持续推进，25H1 年前五大产品营收合计 30.90 亿元，同比+1.40%，占医药工业营收 47.09%，维持较高水平。

母公司经营稳健，子公司业绩分化。25H1 母公司的营收和净利润同比+16.07%/+5.37%，深入落实“提质增效年”，加强成本管控，积极拓展医疗市场，加强立体式品牌推广，实现稳健经营。**子公司方面**，25H1 同仁堂科技营收和归母净利润同比-7.69%/-21.01%，扣除上年同期出售子公司股权产生收益的影响，归母净利润同比-11.39%，公司深化营销改革，加速市场库存周转，优化库存结构和市场秩序，轻装上阵迎接高质量发展；同仁堂国药营收和归母净利润同比+15.99%/+8.23%，港澳地区销售收入实现恢复性增长；同仁堂商业营收和归母净利润同比+1.13%/-21.99%，利润承压估计与医改政策调整、零售药店市场竞争加剧有关，25H1 末公司拥有门店 1281 家，较年初净增加 30 家。

持续优化产品线布局，进口牛黄试点政策利好公司发展。近年来，公司陆续推出精品系列产品满足差异化市场需求，在今年 3 月的“同仁堂日”活动中推出了典藏版安宫牛黄丸和体培有机安宫牛黄丸两款新品规产品，进一步丰富了产品矩阵。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》，扩大了牛黄获取途径，一定程度上推动解决了药品生产企业原料紧缺的问题，对缓解天然牛黄药材市场供需矛盾起到了积极作用。

盈利预测、估值与评级：考虑到医药零售市场规模增速放缓，同仁堂科技营销改革进入深水区，我们下调 25-26 年归母净利润预测为 15.30/17.40 亿元（较上次预测下调 27%/27%），新增 27 年归母净利润预测为 19.11 亿元，现价对应 PE 分别为 32/28/26 倍。公司品牌和品种护城河深厚，深化改革成效显著，大品种战略和精品战略推动经营质量提升，维持“增持”评级。

风险提示：原材料涨价风险；市场竞争加剧风险；消费环境疲软风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,861	18,597	18,754	19,915	21,419
营业收入增长率	16.19%	4.12%	0.84%	6.19%	7.55%
净利润（百万元）	1,669	1,526	1,530	1,740	1,911
净利润增长率	17.04%	-8.54%	0.23%	13.72%	9.85%
EPS（元）	1.22	1.11	1.12	1.27	1.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.78%	11.57%	11.46%	12.63%	13.45%
P/E	29	32	32	28	26
P/B	3.8	3.7	3.7	3.6	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-02

增持（维持）

当前价：35.74 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.71
总市值(亿元):	490.16
一年最低/最高(元):	30.03/45.05
近 3 月换手率:	46.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.03	-21.57	-31.70
绝对	-3.72	-4.99	5.84

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	17,861	18,597	18,754	19,915	21,419
营业成本	9,414	10,421	10,404	10,894	11,617
折旧和摊销	350	358	369	379	385
税金及附加	168	155	169	179	193
销售费用	3,437	3,595	3,907	4,149	4,462
管理费用	1,523	1,477	1,470	1,541	1,636
研发费用	280	269	272	288	310
财务费用	-110	6	-63	-70	-73
投资收益	-1	81	15	16	17
营业利润	3,084	2,799	2,675	3,012	3,354
利润总额	3,081	2,805	2,675	3,012	3,354
所得税	497	525	481	542	604
净利润	2,583	2,280	2,193	2,470	2,751
少数股东损益	914	754	664	730	839
归属母公司净利润	1,669	1,526	1,530	1,740	1,911
EPS(元)	1.22	1.11	1.12	1.27	1.39

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,869	761	2,545	2,318	2,432
净利润	1,669	1,526	1,530	1,740	1,911
折旧摊销	350	358	369	379	385
净营运资金增加	2,845	2,963	148	1,171	1,558
其他	-2,994	-4,087	498	-970	-1,422
投资活动产生现金流	-76	-662	-70	-66	-56
净资本支出	-323	-518	-190	-190	-190
长期投资变化	18	87	0	0	0
其他资产变化	229	-231	120	124	134
融资活动现金流	-1,430	-1,610	-1,248	-1,509	-1,409
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	29	1,000	63	-264	0
无息负债变化	1,213	-536	52	331	452
净现金流	395	-1,480	1,228	744	967

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	47.3%	44.0%	44.5%	45.3%	45.8%
EBITDA 率	20.2%	17.5%	15.8%	16.6%	17.1%
EBIT 率	17.9%	15.3%	13.8%	14.7%	15.3%
税前净利润率	17.2%	15.1%	14.3%	15.1%	15.7%
归母净利润率	9.3%	8.2%	8.2%	8.7%	8.9%
ROA	8.6%	7.3%	6.8%	7.4%	7.8%
ROE (摊薄)	12.8%	11.6%	11.5%	12.6%	13.5%
经营性 ROIC	12.5%	9.3%	8.6%	9.4%	10.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	33%	33%	32%	31%	31%
流动比率	3.26	3.12	3.27	3.48	3.57
速动比率	1.96	1.71	1.87	1.99	2.06
归母权益/有息债务	6.38	4.33	4.29	4.84	4.99
有形资产/有息债务	14.13	9.81	9.92	11.24	11.81

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	30,089	31,198	32,134	33,354	35,075
货币资金	12,132	10,756	11,984	12,727	13,694
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,056	1,321	1,333	1,415	1,522
应收票据	239	252	254	270	290
其他应收款 (合计)	112	126	127	139	150
存货	9,340	10,730	10,713	11,216	11,962
其他流动资产	308	283	286	310	340
流动资产合计	23,361	23,696	24,923	26,315	28,210
其他权益工具	7	8	8	8	8
长期股权投资	18	87	87	87	87
固定资产	3,808	3,835	3,791	3,671	3,511
在建工程	129	305	178	114	82
无形资产	755	783	856	928	999
商誉	46	47	47	47	47
其他非流动资产	51	120	120	120	120
非流动资产合计	6,728	7,502	7,211	7,040	6,865
总负债	9,832	10,297	10,411	10,478	10,930
短期借款	93	188	264	0	0
应付账款	4,276	3,774	3,768	3,945	4,208
应付票据	225	341	312	327	349
预收账款	6	0	0	0	0
其他流动负债	85	54	54	56	59
流动负债合计	7,162	7,598	7,613	7,569	7,901
长期借款	1,430	1,246	1,246	1,246	1,246
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	158	172	172	172	172
非流动负债合计	2,671	2,699	2,798	2,909	3,029
股东权益	20,257	20,901	21,723	22,877	24,145
股本	1,371	1,371	1,371	1,371	1,371
公积金	3,205	3,293	3,293	3,293	3,293
未分配利润	8,371	8,386	8,545	8,968	9,398
归属母公司权益	13,058	13,196	13,355	13,778	14,208
少数股东权益	7,199	7,705	8,368	9,098	9,938

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	19.24%	19.33%	20.83%	20.83%	20.83%
管理费用率	8.53%	7.94%	7.84%	7.74%	7.64%
财务费用率	-0.62%	0.03%	-0.34%	-0.35%	-0.34%
研发费用率	1.57%	1.45%	1.45%	1.45%	1.45%
所得税率	16%	19%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	1.00	0.96	1.08	1.20
每股经营现金流	1.36	0.55	1.86	1.69	1.77
每股净资产	9.52	9.62	9.74	10.05	10.36
每股销售收入	13.02	13.56	13.67	14.52	15.62

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	29	32	32	28	26
PB	3.8	3.7	3.7	3.6	3.4
EV/EBITDA	18.2	21.4	23.2	21.1	19.6
股息率	1.4%	2.8%	2.7%	3.0%	3.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP