

聚焦提质增效， 业绩符合预期

核心观点

公司发布 2025 年半年度报告，其中 Q2 单季实现收入 44.93 元，同比下滑 0.06%，收入端在行业周期调整和阶段性外部压力影响下基本保持平稳；实现归母净利润 3.63 亿元，同比下滑 18.38%，实现扣非归母净利润 3.61 亿元，同比下滑 14.12%，推测利润端下滑较多主要由于公司费用投放节奏以及收入结构变化所致，整体业绩符合我们此前预期。展望 25 年，随着公司聚焦提质增效，持续推进营销改革，不断提升大品种运营能力，同时深化精品战略落地，构建差异化产品优势，核心板块有望保持平稳经营趋势。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8 月 28 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，上半年实现收入 97.69 亿元，同比增长 0.06%；实现归母净利润 9.45 亿元，同比下滑 7.39%；实现扣非归母净利润 9.42 亿元，同比下滑 5.03%；业绩符合我们此前预期。

简评

聚焦提质增效，业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,861	18,597	18,823	20,193	21,785
YoY(%)	16.2	4.1	1.2	7.3	7.9
净利润(百万元)	1,669	1,526	1,558	1,725	1,921
YoY(%)	17.0	-8.5	2.1	10.7	11.4
毛利率(%)	47.3	44.0	43.7	44.2	44.6
净利率(%)	9.3	8.2	8.3	8.5	8.8
ROE(%)	12.8	11.6	11.0	11.3	11.7
EPS(摊薄/元)	1.22	1.11	1.14	1.26	1.40
P/E(倍)	28.8	31.5	30.9	27.9	25.0
P/B(倍)	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9

资料来源：iFinD，中信建投证券

同仁堂 (600085. SH)

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

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期： 2025 年 5 月 8 日

当前股价： 35.38 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
-3.81/-10.93	-6.89/-20.82	2.02/-33.65
12 月最高/最低价 (元)		43.42/31.21
总股本 (万股)		137,147.03
流通 A 股 (万股)		137,147.03
总市值 (亿元)		485.23
流通市值 (亿元)		485.23
近 3 月日均成交量 (万)		976.08

主要股东

中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45%
-------------------	--------

股价表现



2025 年 H1，公司实现收入 97.69 亿元，同比增长 0.06%；实现归母净利润 9.45 亿元，同比下滑 7.39%；实现扣非归母净利润 9.42 亿元，同比下滑 5.03%；其中 Q2 单季实现收入 44.93 元，同比下滑 0.06%，收入端在行业周期调整和阶段性外部压力影响下基本保持平稳；实现归母净利润 3.63 亿元，同比下滑 18.38%，实现扣非归母净利润 3.61 亿元，同比下滑 14.12%，推测利润端下滑较多主要由于公司费用投放节奏以及收入结构变化所致，整体业绩符合我们此前预期。

持续聚焦三大发展战略，母公司与海外业务经营趋势稳健

2025 年 H1，公司持续深耕品牌建设、精研品种资源、细琢品质管理，同时积极聚焦大品种战略，专注主业发展，从母公司及各子公司经营情况来看：

1) 母公司：实现收入 30.23 亿元，同比增长 16.07%，净利润 9.37 亿元，同比增长 5.37%；随着公司深化营销改革，持续聚焦大品种战略，加速电商赛道成长，同时推进医疗领域业务拓展，母公司收入、利润两端在核心产品系列带动下均实现稳健增长，整体经营情况良好。

2) 同仁堂科技：实现收入 37.39 亿元，同比下降 7.69%，其中母公司及境内子公司受到营销改革持续推进、叠加外部环境影响短期承压，境外子公司积极加强营销推广、叠加核心产品安宫牛黄丸提价推动香港地区收入实现明显回升公司整体业绩实现较好增长；实现归母净利润 3.39 亿元，同比下降 21.01%，扣除上年同期出售子公司股权产生的收益，同比下降 11.39%，基本与收入增速匹配。

3) 同仁堂商业：实现收入 56.90 亿元，同比增长 1.13%，净利润 2.91 亿元，同比下降 21.56%，随着公司持续优化品种布局，聚焦主题店型、多元业态，突出特色化、差异化发展，开展焕彩行动及零售终端赋能等多项工作，在外部环境压力下收入规模基本保持平稳。

4) 同仁堂国药：实现收入 7.62 亿港元，同比增长 14.6%，收入端在香港市场带动下实现稳健增长；实现归母净利润 2.35 亿港元，同比增长 6.9%，利润端增长慢于收入端主要由于原材料价格波动导致毛利率出现下降。作为集团海外业务运作平台，同仁堂国药香港市场实现稳健增长、海外市场表现平稳，大陆地区业绩增速也实现稳步恢复。

工业板块毛利改善，商业板块稳步扩张

分板块来看，2025 年 H1 公司工业、商业板块均保持平稳经营趋势，其中：**1) 医药工业：**实现营业收入 65.62 亿元，同比增长 1.38%，毛利率为 43.99%，同比增加 2.60 个百分点，其中前五大类产品实现收入 30.90 亿元，同比增长 1.40%，毛利率 47.45%，同比减少 0.63 个百分点；随着公司持续深化营销改革，推进大品种与精品战略，同时有序推进品种培育工作，公司医药工业在大品类的带动下逆市实现平稳增长。**2) 医药商业：**实现营业收入 60.55 亿元，同比增长 0.40%，毛利率 26.35%，同比减少 0.32 个百分点，随着公司持续加强终端运营优化，聚焦多元化业态、推进差异化竞争，同仁堂商业基本保持平稳，从门店数量上来看，2025 年 H1 同仁堂商业新增门店 30 家，截至 H1 在全国共设立同仁堂药店 1281 家（其中 756 家设立了中医医疗诊所）。

展望 25 年：母公司预计保持稳健增长，海外子公司有望持续恢复

展望 25 年，在母公司方面，随着公司着力规模聚集，持续推进大品种战略落实，提升大品种运营能力，同时深化精品战略落地，构建差异化产品优势，预计 25 年有望保持稳健增长趋势；在科技子公司方面，随着公司积极开展营销改革，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，境外子公司业绩有望逐步好转，看好下半年公司经营企稳恢复；在商业子公司方面，随着同仁堂商业持续加强整合赋能，深耕零售门店终端布局，创新服务模式、补齐短板，并积极培育发展物流配送业务，拓展医药电商领域，预计有望保持平稳经营趋势；在海外业务方面，以“调整恢复、降本增效”为思路，随着同仁堂国药积极调整业务模式、落实双轮驱动战略，在香港及其它地区积极开设新零售终端，同时加强境外产品注册以及销售渠道的拓展，预计有望实现持续恢复。

现金流实现明显改善，其余财务指标基本正常

2025 年 H1，公司综合毛利率达到 44.29%，同比增加 0.39pp，主要由于公司采取提质增效措施，以及部分原材料成本压力缓解所致；销售费用率达到 19.01%，同比增加 2.13pp，主要由于公司推进营销改革，市场拓展费用增加所致；管理费用率达到 7.03%，同比减少 0.09pp，基本保持稳定；研发费用率达到 0.93%，同比减少 0.02pp，主要由于部分研发项目未到结算期所致。经营活动产生的现金流量净额较上年同期大幅增长，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。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计，公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 188.23 亿元、201.93 亿元和 217.85 亿元，归母净利润分别为 15.58 亿元、17.25 亿元和 19.21 亿元，折合 EPS（摊薄）分别为 1.14 元/股、1.26 元/股和 1.40 元/股，同比增长分别为 2.1%、10.7%、11.4%，对应 PE 分别为 30.9x、27.9x 及 25.0x，维持“买入”评级。

风险分析

1、医院诊疗量恢复不及预期：疫后居家诊疗逐渐得到推广，医院诊疗量或许会受到影响，从而影响处方药的销售，进而影响公司整体利润；2、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；3、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；4、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。

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。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

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/或其附属机构（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告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