

核心地区稳步恢复， H1 业绩符合预期

核心观点

公司 25 年 H1 实现营业收入、归母净利润分别为 7.62 亿港元、2.35 亿港元，分别同比增长 14.6%、6.9%，在外部环境压力下实现稳健增长，主要由于公司积极加强营销推广、叠加核心产品安宫牛黄丸提价效应推动香港地区收入实现较好恢复，业绩符合预期。展望 25 年，公司将持续调整恢复、推进降本增效；香港地区有望实现稳健增长、海外地区有望保持平稳增长、大陆地区库存消化后有望延续恢复性增长趋势，我们看好公司下半年保持稳健经营趋势。

事件

公司发布 2025 年半年度业绩报告

8 月 22 日晚，公司发布 2025 年半年度业绩报告，上半年实现收入 7.62 亿港元，同比增长 14.6%，实现归母净利润 2.35 亿港元，同比增长 6.9%，业绩符合我们此前预期。

简评

核心地区稳步恢复，H1 业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	1,525	1,612	1,806	2,006	2,217
YOY(%)	-11.9	5.7	12.1	11.1	10.5
净利润(百万港元)	540	500	539	594	660
YOY(%)	-16.3	-7.4	7.7	10.2	11.2
毛利率(%)	68.7	66.1	62.0	62.2	62.4
净利率(%)	38.7	32.8	32.0	31.8	31.9
ROE(%)	14.0	12.3	12.3	12.6	13.0
EPS(港元/股，摊薄)	0.65	0.60	0.64	0.71	0.79
P/E(倍)	13.8	14.9	13.9	12.6	11.3
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：iFinD，中信建投证券

同仁堂国药 (3613. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 09 月 05 日

当前股价：8.93 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
-2.62/-6.03	4.08/-5.36	18.44/-24.81

12 月最高/最低价 (港元)

9.97/7.10

总股本 (万股)

83,710.00

流通 H 股 (万股)

83,710.00

总市值 (亿港元)

74.75

流通市值 (亿港元)

74.75

近 3 月日均成交量 (万)

134.45

主要股东

北京同仁堂科技发展股份有限公司
38.05%

股价表现



整体来看，25年H1公司实现收入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。整体来看，25年H1公司在核心市场快速增长带动下实现较好恢复，业绩符合我们此前预期。

展望下半年，公司将持续调整恢复、推进降本增效，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，叠加积极培育新产品及新业务；香港地区有望实现稳健增长、海外地区有望保持平稳增长、大陆地区库存消化后有望延续恢复性增长趋势，我们看好公司下半年保持稳健经营趋势。

香港地区实现稳健增长，海外市场短期业绩承压

从各地经营趋势上来看：

1) 香港市场：25年H1实现收入4.35亿港元，同比增长30.30%，收入端逆势实现较好增长；其中零售收入同比下跌8.6%，零售终端增加1家至30家。整体来看，25年上半年香港零售业持续疲软，但公司积极加强营销推广，进行线下门店形象升级改造，同时积极拓展线下+线上销售渠道，叠加核心产品安宫牛黄丸提价效应显现，香港地区在去年低基数基础之上实现快速恢复。展望下半年，随着香港经营环境改善，叠加新零售终端的开设，公司香港地区收入有望保持稳健经营趋势。

2) 海外市场：25年H1实现收入2.09亿港元，同比下降2.59%，推测受到汇率变化影响，澳门地区主要由于游客消费模式明显转变导致人均消费降低，其他新兴市场由于各地区经济形势发展各异导致各地区表现出现差异，但是公司坚持以高品质产品深入各地拓展市场，实现海外市场的整体平稳发展。展望25年，随着公司积极应对外部环境带来的经营环境不确定性，预计公司海外地区收入有望保持平稳增长趋势。

3) 内地市场：25年H1实现收入1.18亿港元，同比增长1.42%，主要由于破壁灵芝孢子粉胶囊社会库存逐步消化、叠加竞争环境改善，实现销售收入同比增长，推动内地市场经销业务逐步恢复。展望25年，随着灵芝孢子粉库存逐步消化完毕、叠加新品规上市，有望带动内地市场收入延续恢复性增长趋势。

成本上涨毛利率短期承压，经营质量健康

2025年H1，公司综合毛利率为60.8%，同比减少7.2pp，主要由于原材料成本增加导致自有产品毛利率降低；销售费用率为13.5%，同比减少5.9pp，主要由于公司主动缩减宣传及广告开支，控费效果理想；管理费用率为11.6%，同比增加0.4pp，基本保持稳定；存货周转天数从2024年底的869天上升至2025年H1的923天，主要由于公司加大原材料储备所致；其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们认为，公司作为同仁堂集团海外业务运作平台，经营趋势有望逐步向好，叠加公司积极深化营销体系改革，业绩有望逐步实现恢复性增长；我们预计公司2025-2027年实现营业收入分别为18.06亿港元、20.06亿港元和22.17亿港元，归母净利润分别为5.39亿港元、5.94亿港元和6.60亿港元，折合EPS（摊薄）分别为0.64港元/股、0.71港元/股和0.79港元/股，同比增长分别为7.7%、10.2%、11.2%，对应PE分别为13.9x、12.6x及11.3x，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。

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。

研究助理

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