

公司研究

短期承压不改长期韧性，天然牛黄进口利好产业发展

——同仁堂（600085.SH）2025 年年报点评

增持（维持）

当前价：27.83 元

作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

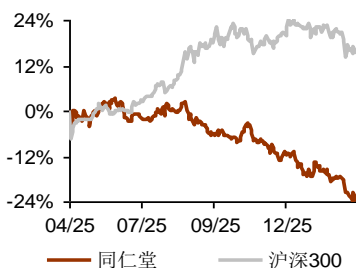
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.71
总市值(亿元):	381.68
一年最低/最高(元):	27.69/37.84
近3月换手率:	39.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.81	-7.94	-42.62
绝对	-6.33	-13.81	-18.90

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-09-03）

要点

事件：

公司发布 2025 年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 172.56/11.89/11.47 亿元，同比-7.21%/-22.07%/-22.57%；经营性净现金流 26.93 亿元，同比+253.87%；EPS（基本）0.87 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.0 元（含税），股利支付率为 57.66%。业绩符合市场预期。

点评：

市场需求放缓致下半年业绩承压，核心产品收入表现较弱。 25H1/H2 公司营收分别为 97.69/74.87 亿元，同比+0.06%/-15.25%；归母净利润 9.45/2.44 亿元，同比-7.39%/-51.74%；扣非归母净利润 9.42/2.05 亿元，同比-5.03%/-58.13%。其中，上半年收入稳健，利润下滑与销售费用投入加大有关，25H1 销售费用率同比+2.13pp 至 19.01%；下半年收入下滑，与市场需求放缓及行业竞争加剧等因素有关，利润下滑超 50%与毛利率下降、销售/管理/研发费用率提升有关，产品终端动销承压、收入结构调整等因素拖累业绩表现。分业务看，2025 年医药工业和商业分别实现营收 107.18/104.78 亿元，同比-10.03%/-6.70%，25H2 医药工业营收 41.56 亿元，YOY-35.79%，母公司、同仁堂科技、同仁堂国药收入均明显下滑。公司坚持大品种战略，2025 年前五大产品营收合计 47.24 亿元，同比-15.74%，占医药工业营收 44.08%，同比下滑 2.99pp，核心品种表现较弱。

深化营销体系变革，短期经营波动不改长期韧性。 2025 年外部环境更趋复杂、消费需求分化、原材料价格波动，公司保持战略定力，稳步推进营销组织体系优化，构建服务驱动型增长新模式，强化学术引领，拓展院内市场。2025 年母公司营收和净利润同比-5.0%/-19.2%，利润端降幅快于收入端，与毛利率下降、期间费用率上升及减值损失增加有关。**子公司方面**，同仁堂科技营收和净利润同比-10.69%/-25.52%；同仁堂国药营收和净利润同比-5.80%/-16.39%；同仁堂商业营收和净利润同比-8.37%/-52.32%，利润明显承压与 24 年开店较多、费用集中体现在 25 年有关。截至 2025 年底，公司拥有门店 1279 家，较年初净增加 28 家。其中，设立中医医疗诊所的门店数量占比为 62.55%，同比+5pp；取得医保定点资格的门店数量占比为 72.87%，同比+8.20pp，店型升级趋势明显。

加强研发和境外注册，天然牛黄进口利好公司发展。 2025 年公司研发费用 2.92 亿元，同比+8.38%，研发费用率为 1.69%，同比+0.68pp，研发投入力度有所加大。公司围绕新产品的研发、已上市产品的二次开发、工艺质量标准问题攻关等方面开展科研项目并取得部分成果。此外，同仁堂国药及公司分支机构的产品获中国香港、柬埔寨、加拿大注册许可，获准当地销售。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》，2026 年 3 月 10 日同仁堂完成全国首单天然牛黄进口，标志着牛黄进口试点正式落地，有望破解核心贵细原料紧缺瓶颈，筑牢稳固的全球供应链体系，降低生产成本，推动中药产业国际化与高质量发展。

盈利预测、估值与评级：考虑到中药零售市场规模增速放缓，公司工业和商业营销改革进入深水区，研发投入持续加大，我们下调 26-27 年归母净利润预测为 12.72/14.03 亿元（较上次预测下调 27%/27%），新增 28 年归母净利润预测为 15.57 亿元，现价对应 PE 分别为 30/27/25 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：医药政策风险；消费疲软风险；市场竞争加剧风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	18,597	17,256	17,663	18,174	18,694
营业收入增长率	4.12%	-7.21%	2.36%	2.89%	2.86%
净利润（百万元）	1,526	1,189	1,272	1,403	1,557
净利润增长率	-8.54%	-22.07%	6.96%	10.26%	10.97%
EPS（元）	1.11	0.87	0.93	1.02	1.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.57%	8.71%	8.93%	9.47%	10.07%
P/E	25	32	30	27	25
P/B	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-03

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	18,597	17,256	17,663	18,174	18,694
营业成本	10,421	9,858	9,948	10,094	10,214
折旧和摊销	358	382	355	362	367
税金及附加	155	152	159	164	168
销售费用	3,595	3,532	3,881	3,993	4,088
管理费用	1,477	1,423	1,438	1,462	1,485
研发费用	269	292	299	308	316
财务费用	6	-62	-52	-45	-45
投资收益	81	9	15	16	17
营业利润	2,799	2,032	2,063	2,274	2,545
利润总额	2,805	2,027	2,063	2,274	2,545
所得税	525	394	401	441	494
净利润	2,280	1,633	1,663	1,832	2,051
少数股东损益	754	444	391	430	494
归属母公司净利润	1,526	1,189	1,272	1,403	1,557
EPS(元)	1.11	0.87	0.93	1.02	1.13

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	761	2,693	1,952	2,180	2,523
净利润	1,526	1,189	1,272	1,403	1,557
折旧摊销	358	382	355	362	367
净营运资金增加	3,001	-1,114	246	283	168
其他	-4,124	2,235	79	132	431
投资活动产生现金流	-662	-217	-50	-174	-173
净资本支出	-518	-345	-190	-190	-190
长期投资变化	87	98	0	0	0
其他资产变化	-231	29	140	16	17
融资活动现金流	-1,610	-2,263	-593	-945	-871
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,000	-518	44	-159	0
无息负债变化	-536	-536	-134	-33	57
净现金流	-1,480	183	1,309	1,061	1,479

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	44.0%	42.9%	43.7%	44.5%	45.4%
EBITDA 率	17.5%	15.3%	13.3%	14.2%	15.3%
EBIT 率	15.3%	12.6%	11.3%	12.2%	13.3%
税前净利润率	15.1%	11.7%	11.7%	12.5%	13.6%
归母净利润率	8.2%	6.9%	7.2%	7.7%	8.3%
ROA	7.3%	5.3%	5.3%	5.7%	6.1%
ROE (摊薄)	11.6%	8.7%	8.9%	9.5%	10.1%
经营性 ROIC	8.9%	7.1%	6.5%	7.2%	8.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	33%	30%	29%	28%	27%
流动比率	3.12	3.59	3.80	4.07	4.24
速动比率	1.71	1.96	2.18	2.42	2.64
归母权益/有息债务	4.33	5.40	5.54	6.14	6.40
有形资产/有息债务	9.81	11.56	11.67	12.74	13.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	31,198	30,621	31,508	32,317	33,509
货币资金	10,756	10,878	12,188	13,248	14,727
交易性金融资产	0	120	0	0	0
应收账款	1,321	1,001	1,024	1,054	1,084
应收票据	252	122	125	128	132
其他应收款 (合计)	126	123	126	127	131
存货	10,730	10,617	10,416	10,266	10,081
其他流动资产	283	314	323	333	343
流动资产合计	23,696	23,403	24,427	25,385	26,730
其他权益工具	8	6	6	6	6
长期股权投资	87	98	98	98	98
固定资产	3,835	3,874	3,774	3,629	3,460
在建工程	305	188	119	85	67
无形资产	783	776	850	922	992
商誉	47	46	46	46	46
其他非流动资产	120	79	79	79	79
非流动资产合计	7,502	7,218	7,081	6,932	6,779
总负债	10,297	9,243	9,152	8,961	9,018
短期借款	188	115	159	0	0
应付账款	3,774	3,139	3,168	3,114	3,151
应付票据	341	522	298	252	204
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	54	51	52	53	54
流动负债合计	7,598	6,520	6,432	6,241	6,298
长期借款	1,246	1,460	1,460	1,460	1,460
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	172	163	163	163	163
非流动负债合计	2,699	2,723	2,720	2,720	2,720
股东权益	20,901	21,378	22,355	23,356	24,491
股本	1,371	1,371	1,371	1,371	1,371
公积金	3,293	3,409	3,409	3,409	3,409
未分配利润	8,386	8,777	9,364	9,935	10,575
归属母公司权益	13,196	13,657	14,243	14,814	15,455
少数股东权益	7,705	7,722	8,112	8,542	9,036

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	19.33%	20.47%	21.97%	21.97%	21.87%
管理费用率	7.94%	8.24%	8.14%	8.04%	7.94%
财务费用率	0.03%	-0.36%	-0.30%	-0.25%	-0.24%
研发费用率	1.45%	1.69%	1.69%	1.69%	1.69%
所得税率	19%	19%	19%	19%	19%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.00	0.50	0.61	0.67	0.75
每股经营现金流	0.55	1.96	1.42	1.59	1.84
每股净资产	9.62	9.96	10.39	10.80	11.27
每股销售收入	13.56	12.58	12.88	13.25	13.63

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	25	32	30	27	25
PB	2.9	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	18.3	22.2	24.2	22.0	19.9
股息率	3.6%	1.8%	2.2%	2.4%	2.7%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼