

同仁堂 (600085.SH)

增持 (首次评级)

业绩承压，毛利率有望修复

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	18,597	17,256	17,323	18,388	19,529
增长率 yoy (%)	4.1	-7.2	0.4	6.1	6.2
归母净利润 (百万元)	1,526	1,189	1,306	1,502	1,720
增长率 yoy (%)	-8.5	-22.1	9.8	15.0	14.5
ROE (%)	10.9	7.6	8.3	8.8	9.6
EPS 最新摊薄 (元)	1.11	0.87	0.95	1.10	1.25
P/E (倍)	24.6	31.6	28.8	25.0	21.8
P/B (倍)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

2026 年一季度业绩承压，我们认为主要系市场需求放缓、行业竞争加剧等因素综合影响。2026 年一季度公司实现营收 46.64 亿元(同比-11.59%)，归母净利润 4.71 亿元 (同比-19.07%)，扣非归母净利润 4.70 亿元(同比-19.15%)。截至 2026 年一季度末公司应收账款与应收票据的周转天数为 30.06 天，同比基本持平，和同行业相比仍处于较低水平。我们预计在公司强大的品牌品种力与营销体系带动下，叠加天然牛黄价格回落，2026 年业绩有望逐季度修复。

2026 年一季度毛利率同比下滑，中期有望持续修复。2026Q1 公司综合毛利率为 41.66%，同比-3.86pct，我们认为主要系毛利率较高的医药工业占比下滑所致。中药材天地网数据显示，2026 年 4 月底天然牛黄市场价格为 50 万元/公斤（安国药市，下同），相比 2025 年 7 月的 170 万元/公斤下降了 71%。我们预计公司毛利率压力有望在 2026 年陆续改善，主要系（1）国内天然牛黄价格回落明显：考虑到国内天然牛黄价格已从 2025 年 7 月的 170 万元/公斤下降至 50 万元/公斤，前期公司购买的高价天然牛黄库存陆续出清，新购买的低价天然牛黄将明显改善公司毛利率；（2）进口牛黄加持：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》，未来随着海外相对低价牛黄的进入，公司成本压力有望逐步缓解。

品牌品种优势突出。同仁堂品牌作为我国传统中医药代表，秉承“炮制虽繁必不敢省人工，品味虽贵必不敢减物力”的古训，坚守以诚信精神为基础的质量观，保证了“疗效显著”，实现了“济世养生”的理想，在中医药行业和消费者心中收获了极高的社会认同度。得天独厚的品牌实力与广受称赞的美誉度，助力公司充分释放老字号品牌影响力和市场竞争力。公司旗下拥有以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、六味地黄丸、金匱肾气丸等为代表的产品以及众多经典药品，常年生产的中成药超过 400 个品规，覆盖心脑血管、补益、清热、妇科、儿科等多领域，丰富的产品资源适配不同消费群体与市场需求，形成对品牌发展和稳健经营的有力支撑。

加速营销体系转型，深化终端动销创新。公司围绕“三大发展战略”导向和营销改革战略部署，稳步推进营销组织体系优化，推动营销资源向重点品类、核心区域、高潜力市场集中配置与深度聚焦。依托寰通数据平台实现对渠道库存结构、产品流

股票信息

行业	医药
2026 年 04 月 29 日收盘价(元)	27.39
总市值 (百万元)	37,564.57
流通市值 (百万元)	37,564.57
总股本 (百万股)	1,371.47
流通股本 (百万股)	1,371.47
近 3 月日均成交额(百万元)	198.32

作者



分析师 吴天昊

SAC: S1070526040003

邮箱: wutianhao@cgws.com



分析师 丁健行

SAC: S1070526040001

邮箱: dingjianxing@cgws.com

相关研究

通效率、终端动销的动态监测与智能预警，完善市场违规快速响应机制，有效维护市场秩序。公司着力推动终端动销策略从渠道推动转向消费者拉动。强化工商协同，推动工业产品资源与零售渠道高效对接，完善应急响应机制。聚焦场景化服务能力构建，深入校园、社区开展健康科普与义诊，将品牌理念深度融入用户体验。加速零售终端体验升级，在文旅场景布局主题门店，推动门店向健康服务综合体转型，拓展艾灸、推拿等非药服务与特色专科门诊，构建“产品+服务”融合生态。

深化国际化战略布局，稳步推进中医药国际化进程。同仁堂国药聚焦核心业务发展，深入推进大品种战略落地，聚力打造具有竞争优势的产品矩阵。锚定“文化先行、以医带药”的核心发展战略，积极布局海外中医药市场，2025年在香港新增1家门店，在澳门新增1家体验中心。与中免国际签署战略合作协议，围绕免税渠道合作、产品专供开发及中式养生餐饮等方向深化业务探索，共同拓展“一带一路”沿线及东南亚等重点市场。持续加大公司产品在海外注册及国际合作力度。同仁堂制药厂产品苏合香丸、麻仁润肠丸、参苓白术散取得加拿大卫生部颁发的《产品许可证（三类）》；同仁堂国药研发的金钗石斛散获得香港中医药管理委员会颁发的中成药注册证书；同仁堂国药的同仁堂安宫牛黄丸获得柬埔寨王国卫生部药品与食品司颁发的《传统药品注册许可证》，为后续市场开拓奠定准入基础，国际化布局稳步推进。

给予“增持”评级。我们预计公司2026-2028年归母净利润13.06/15.02/17.20亿元，同比+9.8%/+15.0%/+14.5%，EPS为0.95/1.10/1.25元，对应PE28.8x/25.0x/21.8x。考虑到公司具备强品牌力与高产品壁垒，毛利率有望修复，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：集采等政策调整风险、成本波动风险、市场竞争加剧

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	23696	23403	23271	25010	25904
现金	10756	10878	11979	12428	14526
应收票据及应收账款	1573	1122	1193	1215	1255
其他应收款	126	123	108	122	108
预付账款	227	224	184	225	186
存货	10730	10617	9385	10589	9402
其他流动资产	284	439	422	431	426
非流动资产	7502	7218	7250	7033	7063
长期股权投资	87	98	110	120	130
固定资产	3838	3878	3818	3770	3839
无形资产	783	776	767	771	777
其他非流动资产	2794	2465	2555	2372	2316
资产总计	31198	30621	30521	32043	32967
流动负债	7598	6520	5342	5706	5256
短期借款	188	115	132	145	131
应付票据及应付账款	4116	3661	3368	3326	3211
其他流动负债	3294	2743	1842	2235	1915
非流动负债	2699	2723	2538	2288	2046
长期借款	1246	1460	1181	977	711
其他非流动负债	1453	1263	1358	1310	1334
负债合计	10297	9243	7880	7994	7302
少数股东权益	7705	7722	8285	8888	9604
股本	1371	1371	1371	1371	1371
资本公积	1950	1953	1953	1953	1953
留存收益	9729	10233	10981	11823	12797
归属母公司股东权益	13196	13657	14356	15160	16061
负债和股东权益	31198	30621	30521	32043	32967

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	761	2693	2982	1567	3648
净利润	2280	1633	1870	2105	2436
折旧摊销	410	453	429	467	512
财务费用	6	-62	-63	-76	-92
投资损失	-81	-9	-28	-26	-30
营运资金变动	-2497	-278	681	-978	734
其他经营现金流	643	955	93	75	89
投资活动现金流	-662	-217	-430	-196	-497
资本支出	520	357	227	351	477
长期投资	0	6	-12	-9	-11
其他投资现金流	-143	134	-191	164	-10
筹资活动现金流	-1610	-2263	-1451	-922	-1053
短期借款	95	-73	17	13	-14
长期借款	-184	215	-280	-203	-266
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-51	3	0	0	0
其他筹资现金流	-1470	-2408	-1188	-732	-773
现金净增加额	-1480	183	1101	449	2097

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	18597	17256	17323	18388	19529
营业成本	10421	9858	9801	10287	10796
营业税金及附加	155	152	149	160	169
销售费用	3595	3532	3517	3733	3925
管理费用	1477	1423	1386	1434	1465
研发费用	269	292	294	313	332
财务费用	6	-62	-63	-76	-92
资产和信用减值损失	-69	-151	-94	-103	-103
其他收益	106	89	97	93	95
公允价值变动收益	0	-0	0	-0	-0
投资净收益	81	9	28	26	30
资产处置收益	7	25	16	21	18
营业利润	2799	2032	2286	2574	2975
营业外收入	16	17	16	16	16
营业外支出	9	22	12	13	14
利润总额	2805	2027	2291	2577	2977
所得税	525	394	421	472	542
净利润	2280	1633	1870	2105	2436
少数股东损益	754	444	563	603	716
归属母公司净利润	1526	1189	1306	1502	1720
EBITDA	3197	2401	2637	2950	3378
EPS (元/股)	1.11	0.87	0.95	1.10	1.25

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	4.1	-7.2	0.4	6.1	6.2
营业利润 (%)	-9.3	-27.4	12.5	12.6	15.6
归属母公司净利润 (%)	-8.5	-22.1	9.8	15.0	14.5
获利能力					
毛利率 (%)	44.0	42.9	43.4	44.1	44.7
净利率 (%)	12.3	9.5	10.8	11.5	12.5
ROE (%)	10.9	7.6	8.3	8.8	9.6
ROIC (%)	13.8	9.6	11.2	12.2	13.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.0	30.2	25.8	24.9	22.1
净负债比率 (%)	-36.0	-38.3	-45.2	-45.3	-51.9
流动比率	3.1	3.6	4.4	4.4	4.9
速动比率	1.6	1.9	2.5	2.4	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	15.6	14.9	17.0	17.5	18.0
应付账款周转率	2.6	2.9	3.3	3.4	3.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.11	0.87	0.95	1.10	1.25
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	1.96	2.17	1.14	2.66
每股净资产 (最新摊薄)	9.62	9.96	10.41	10.93	11.53
估值比率					
P/E	24.6	31.6	28.8	25.0	21.8
P/B	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	11.8	15.4	13.5	12.0	10.0

资料来源: 聚源数据, 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
行业指中信一级行业，市场指沪深300指数			

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686