

# 同仁堂困在中药材周期里

中经记者 晏国文 卢志坤 北京报道

“中药材行业有句俗语，‘好三年，坏三年，不好不坏又三年’。现在可能就处于行业‘坏三年’的阶段。现在的中药材销售整体呈现疲软的状态，市场和

行情处于低谷期。”针对中药材市场行情，4月9日，甘肃一位中药材经营户汤俊（化名）对《中国经营报》记者分析说。

康美中国中药材价格（日）指数显示，4月9日，指数为1550.99点，较2024年7月高峰期

的2250点下跌约31%。最近一年内，价格下跌的品种有403个，占比为78.25%；上涨的品种有94个，占比为18.25%；价格持平的品种有18个，占比为3.5%。

中药材价格周期性波动对行业企业的影响已经逐渐显

现。作为中药行业龙头，3月31日，同仁堂（600085.SH）披露了2025年年报，2025年营业收入为172.56亿元，同比减少7.21%；归属于上市公司股东的净利润为11.89亿元，同比减少22.07%。据了解，这是同仁堂自

2023年业绩达到峰值后的第二年下滑。

2025年，中药材价格指数整体持续下滑，同仁堂存货跌价准备/合同履约成本减值准备金额为2.91亿元，其中的原材料为1.4亿元。尤其值得关注

的是，2025年第四季度，同仁堂出现了归属于上市公司股东扣非净利润为负的情况，为-0.15亿元。

针对公司经营相关问题，同仁堂方面未对记者采访作出回应。

## 原材料库存近50亿元

同仁堂合并财务报表中存货账面余额为109.07亿元。

同仁堂产品主要可分为心脑血管类、补益类、清热类、妇科类、其他。心脑血管类为同仁堂核心品类，代表品种包括安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列、愈风宁心滴丸、偏瘫复原丸等。2025年，同仁堂营业收入降幅最大的品类正是心脑血管类产品。

2025年，心脑血管类产品的营业收入为40.93亿元，同比减少20.46%，远超公司所有主要产品营业收入10.03%的跌幅。同期，补益类、清热类、妇科类、其他的营业收入相比2024年的变动幅度分别为10.94%、4.74%、12.54%、-13.68%。

年报显示，截至2025年12月31日，同仁堂合并财务报表中存货账面余额为109.07亿元。其中，原材料的账面余额为48.62亿元。

在审计报告中，存货可变现净值被重点关注。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）方面称：“鉴于存货金额重大且需要管理层作出重大判断，我们将存货可变现净值的确定作为关键审计事项。”

同仁堂方面在年报中表示，近年来受多重因素交织影响导致中药材、中药饮片供应量及供应价格波动频繁，对中药制药企业生产成本影响较大。另外，受气候变化、环保政策趋严及名贵药材资源稀缺等因素影响，中药材价格波动频繁，原材料供应稳定性对

企业成本管控和盈利能力提出更高要求。

作为一家老字号中药上市公司，2025年，同仁堂研发投入合计为3.91亿元，研发投入占营业收入的比例为2.27%。同行业可比公司云南白药、片仔癀、达仁堂、白云山、华润三九等2024年平均研发投入金额为5.18亿元。

对此，同仁堂方面表示，公司营业收入主要来源于医药工业和医药商业两个业务板块，科研投入的重点聚焦于工业生产领域，因此研发投入占营业收入的总体比重略显偏低。从实际情况来看，同仁堂医药工业板块研发投入在传统中成药制造业中居前，从行业整体来看，研发投入占营业收入及占净资产比例居行业中间水平。

记者梳理发现，近三年，随着中药材价格指数从高点下滑，同仁堂心脑血管类前五名系列产品库存量激增。

2023年，同仁堂心脑血管类前五名系列产品的库存量为187.39万盒，同比减少27.2%。不过2024年，该类产品的库存量同比接近翻倍，达373.01万盒。

2025年，同仁堂心脑血管类前五名系列产品生产量为1744.39万盒，同比减少4.79%；销售量为1530.37万盒，同比减少7.05%；库存量为587.03万盒，同比增长57.38%。

## 中药材价格波动大

很多中药材价格都已经接近腰斩，牛黄价格可能还没到底。

财报显示，同仁堂营业收入前五名的主要品种为安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁乌鸡白凤系列、六味地黄系列、牛黄解毒系列。安宫牛黄丸为其核心代表产品。

中药材天地网价格信息显示，2023年至2025年年中，天然牛黄价格曾不断上涨，最高曾达到约1700元/克，即170万元/千克。自2025年年中至今，天然牛黄价格一路下跌至约500元/克，即50万元/千克。而人工牛黄的价格相对低廉，波动幅度也相对较小，高峰期的价格曾达到900元/千克，最新价格约为640元/千克。

针对牛黄价格，亳州一名中药材经营户告诉记者：“天然牛黄与人工牛黄价格差别很大。因为掉价比较多，已经没做这个品种了。天然牛黄的价格去年12月的时候大概是1400元/克，高峰期达到1900多元/克。”

“现在中药材行情处于低谷期。牛黄价格跌幅太大，以至于去年到现在都没怎么关注过这个品种。而且天然牛黄非常稀缺，也不容易碰到。疫情期间，天然牛黄价格涨到160万元/千克，现在实际成交价格可能为每千克七八十万元。随着近年来政策对牛黄进口管制的放开，牛黄货源会更多，供给会更加充足，此前原料紧缺的行业性难题会逐渐得到解决。疫情后，很多中药材价格都已经接近腰斩，牛黄价格可能还没到底。”汤俊



图为同仁堂公司一家门店。

公司官网/图

对记者分析说。

从行业来看，受集采、价格、需求减少及竞争加剧等多重因素影响，自2023年以来中药行业整体发展承压。

《2023年医药工业经济运行情况》显示，2023年，规模以上医药工业增加值约为1.3万亿元，按照不变价格计算同比下降5.2%。在所有9个细分行业中，中药饮片、中成药实现营业收入和利润双增长。当年，中药材价格明显上涨，成为行业热议的话题。虽然这对下游企业带来成本上升压力，但当年中药饮片、中成药两个细分行业表现最佳，中药饮片营业收入和利润增速分别为14.6%和22.9%，中

成药营业收入和利润增速分别为6.5%和6.4%。

2024年，中药材价格虽有波动，但整体仍处于高位。2024年规模以上医药工业增加值同比增长3.4%。中药饮片生产成本上升（规模以上企业同比增长7%），一批从事呼吸系统疾病用药生产的中成药企业销售同比大幅下滑，拖累整体中药板块的增长。

2024年，中药饮片和中成药企业的业绩表现开始出现分化。中药饮片营业收入和利润增速分别为6.6%和-6.9%，中成药营业收入和利润增速分别为-2.3%和-0.2%。

据中国医药企业管理协会2026年3月27日最新发布的《2025

年医药工业经济运行情况》，2025年规模以上医药工业增加值同比增长3.3%。规模以上医药工业企业实现营业收入29562.5亿元，同比下降0.6%。其中，生物制品的营业收入和利润实现双增长，同比分别增长7.5%和37.9%，是所有细分行业中表现最好的。不过，中药饮片、中成药两个细分行业营业收入和利润双双下降，并且跌幅居前。

2025年，在9个细分行业中，中成药、中药饮片营业收入降幅最大。中药饮片营业收入和利润增速分别为-6.3%和-3.7%，中成药营业收入和利润增速分别为-6%和-2.9%。

# 应收账款三连升 特宝生物业绩增长依赖赊销

中经记者 陈婷 赵毅 深圳报道

“公司应收账款增速38.58%高于营收增速31.18%，是否存在放宽信用政策？”

近期，特宝生物（688278.SH）披露2025年年报。业绩增长背后，有投资者注意到公司应收账款激增的现象。

年报显示，特宝生物主要从事生物制剂药品的研发、生产和销售，2025年营收36.96亿元，同比增长31.18%，净利润10.31亿元，同比增长24.61%。经营活动产生的现金流净额7.29亿元，比净利润少了约3亿元。报告期内，公司销售商品、提供劳务收到的现金约33.7亿元，少于营收金额，即当期确认的收入中有一部分尚未收回现金，形成了应收账款。

事实上，自2023年以来，特宝生物应收账款持续增长，且增速均高于当期营收增速。尤其是在业绩增长接近翻倍的2023年，当年应收账款增速达101.68%。也是从2023年开始，特宝生物应收账款周转天数逐年上升，到2025年年末为89.65天。

与此同时，公司存货规模持续增加，存货周转天数从2023年的407.1天升至2025年的469.73天。

应收账款增速高于营收增速的趋势是否将持续？公司经营质量是否出现下滑？对此，《中国经营报》记者致电致函特宝生物方面，但截至发稿未获回应。

## 非大客户赊销比例更高

年报显示，特宝生物聚焦免疫和代谢领域，目前已上市6个产品，包括派格宾（通用名：聚乙二醇干扰素α-2b注射液）、益佩生（通用名：培培生长激素注射液）、佩金（通用名：培培非格司亭注射液）、特立立（通用名：注射用人粒细胞巨噬细胞刺激因子）、特立津（通用名：人粒细胞刺激因子注射液）、特立康（通用名：注射用人白介素-11）。

销售方面，特宝生物主要采用经销模式，即通过覆盖能力较强、资信状况较好的医药经销商向医院等终端进行药品配送。医药经销商根据其覆盖的终端临床用药需求，向公司提出采购需求，并完成产品配送及销售回款过程。

## 存货周转天数增加

年报显示，2025年，特宝生物来自生物制剂的营收约36.8亿元，毛利率为93.15%，其中抗病毒用药（主要为派格宾）营收约30.91亿元，同比增长26.34%，毛利率为96.31%；血液/肿瘤用药（特立立、特立津、特立康及佩金）营收约3.33亿元，同比下降8.08%，毛利率为68.86%；内分泌用药营收约2.56亿元，毛利率为86.63%。

报告期内，抗病毒用药产品销量为521.41万支，同比增长26.95%，血液/肿瘤用药产品销量1263.46万支，同比下降2.01%；内分泌用药销量约36.25万支。

截至2025年年末，特宝生物

2025年，特宝生物营收突破35亿元，但增速有所放缓，净利润超10亿元，增速亦降至近五年最低。此外，经营性现金流净额虽同比增长近七成，但金额仍低于净利润。

年报显示，截至2025年年末，特宝生物应收账款增至约10.69亿元，同比增长近40%，占总资产的比例为24.45%，主要是因为报告期内收入规模扩大，客户票据结算增多。

报告期内，特宝生物前五名客户销售额约21.04亿元，占年度销售总额56.39%。但在公司应收账款中，前五名客户的应收账款占比仅为23.13%。

特宝生物方面在年报中指出，公司的主要客户为国内大型

医药配送企业，具有经营规模大、资信状况良好等特点。通常而言，公司对于这类客户往往会给出更加宽松的信用政策，而对于经营规模较小、资金实力有限的客户，公司或要求缩短赊销账期甚至不做赊销，以保证应收账款风险可控。如今，特宝生物的绝大部分应收账款来自非前五大客户，且其营收贡献占比偏低。

事实上，特宝生物的应收账款近年来持续上升。2023年，公司营收增速为37.55%，净利润同比增长93.52%至约5.56亿元，当年应收账款翻倍增长至约4.38亿元；2024年，公司营收同比增长34.13%，净利润同比增长49%至约8.28亿元，应收账款同比增长

年，特宝生物存货周转天数分别为261.88天、407.1天、441.93天、469.73天。

记者注意到，近两年，派格宾经历集采。其中在广东联盟集采中降价约15%，江西联盟集采价格较集采前价格降价约18.7%。特宝生物方面表示，针对目前乙肝治疗未被满足的临床需求，公司正加速推进创新药物研发和不同药物联合的探索，积极开发基于派格宾的乙肝感染全人群更优治疗方案。

2025年5月，特宝生物新产品益佩生获批上市，这是公司在代谢领域首个核心产品，当年通过



图为特宝生物外景。

公司官网/图

76.22%至约7.71亿元。直至2025年，公司应收账款已超过当期净利润，年内应收票据同比增长371.43%至约1.75亿元。

对于2025年应收账款增速高于营收增速的现象，特宝生物方面在回答投资者提问时表示：“公司不存在放宽信用政策的情况。”

Wind数据显示，2022—2025

年，特宝生物应收账款周转天数分别为47.56天、56.13天、77.27天、89.65天。截至2025年年末，公司应收账款中，账龄1年以内期末余额约10.75亿元；3年以上应收账款约327.18万元。报告期内，特宝生物计提应收账款坏账准备约49.85万元，期末余额约884.73万元。

医保谈判被纳入国家医保目录。公司管理层在接受投资者调研时表示，公司已完成益佩生团队的组建，正按计划稳步开展市场推广活动，目前进展基本符合预期。

不过，益佩生的放量过程需要持续的费用投入。2025年，特宝生物销售费用同比增长30.37%至约14.51亿元，占当期营收近四成，其中市场推广费用约7.03亿元，同比增长20.58%。

特宝生物方面表示，近年来公司整体销售费用率较为稳定。2025年受新产品上市初期市场拓展、核心产品加大覆盖提升等因素影响，相关费用有所增加，但相

关投入均围绕公司主业发展规划开展，旨在夯实市场基础，提升产品市场渗透率。

截至2025年年末，特宝生物持有货币资金约5.53亿元，报告期内新增短期借款约3064.9万元，一年内到期的非流动负债从566.85万元增至约1683万元，新增长期借款约1.04亿元。公司此前未有短期借款或长期借款。

2026年3月26日，特宝生物披露向不特定对象发行可转债预案修订稿，公司拟募资不超过约15.33亿元，用于新药研发、生物技术创新融合中心建设、产线建设等项目。