

业绩增长稳定，看好长期发展

投资要点

- **事件:** 2017年公司上半年营业收入、扣非净利润分别为70亿元、6亿元，同比增速分别为9.6%、7.3%；2017Q2营业收入、扣非净利润分别为33.3亿元、3亿元，同比增速分别为7.3%、2.5%。
- **业绩上半年增长稳定，预期将逐季提升。** 2017年公司上半年营业收入约为70亿元，同比增长约为9.6%。期间内医药工业、医药商业收入分别约为44亿元、34亿元，增速分别约为4.2%、20.3%。商业板块收入快速增长，主要原因是海外业务快速发展，以及新增门店50余家拉动收入增长。工业板块整体增长稳定，期间内安宫牛黄系列、六味地黄系列、阿胶系列、同仁牛黄清心系列及同仁大活络系列前五大产品收入约为19亿元，同比增长5.2%，占工业收入比例提升约0.4个百分点。从子公司角度看，同仁堂科技营业收入、净利润分别为27.8亿元、5.8亿元，同比增长分别为2.7%、1.6%，增长稳定；同仁堂国药营业收入、净利润分别为5.5亿元、2.3亿元，同比增长分别为20.7%、16.6%，业绩快速增长主要原因为同仁堂国药加大海外市场推广，新增3个海外门店及加快推进产品注册等。2017年公司上半年扣非后净利润约为6亿元，同比增长约为7.3%，低于收入增速约2.3个百分点，具体分析如下：1)公司毛利率约为48.3%，同比提升约0.2个百分点，其中医药工业板块毛利率提升约0.3个百分点，具体为前五大产品综合毛利率提升约1.73个百分点，我们认为主要原因为阿胶等产品提价所致；2)期间费用率约为29.2%，提升约0.3个百分点，其中销售费用及管理费用率控制较好，而财务费用增加约1500万元，主要原因为子公司利息支出增加所致。从单季度来看，2017Q2营业收入、扣非净利润分别为33.3亿元、3亿元，同比增速分别为7.3%、2.5%，业绩增长稳定但环比放缓。我们认为Q1业绩增速较快，是由于传统销售旺季且叠加2016年Q4延迟发货等季节性因素所致；Q2净利润增速放缓主要为公司销售淡且由于生产线检修等事项，预计Q3公司业绩将逐季恢复，全年收入增速或超过10%。
- **品牌中药龙头企业，长期看好公司发展。** 1)政策受益明显，国企改革值得期待。a、《中医药法》正式实施后，公司储备的经典名方或迎来价值重估，明显增厚公司产品线；b、国企改革预期强烈，或启动员工激励与资产注入，将加速公司成长；2)消费升级利好，多渠道拓展促进销量增长。a、居民收入水平提升带动保健类消费，品牌中药治未病属性较强且深入人心，受消费升级影响销量将迎来增长。b、通过自建与合作等模式，加快布局零售药店、电商渠道等提升品牌壁垒，将拉动二线潜力产品增长；3)海外市场增长潜力较大。香港市场回暖及海外市场继续拓展，将带动同仁堂国药业绩快速增长。
- **估值及评级。** 我们预计2017-2019年每股收益为0.75元、0.85元、0.97元，对应PE分别为43倍、38倍、33倍。公司产品储备丰富，海外业务拓展顺利，存在国企改革等潜在的股价催化剂，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。** 原材料价格波动风险，产品销售或不达预期风险，新产能释放或慢于预期，汇率波动风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12090.7	13264.2	14567.7	16018.1
增长率	11.9%	9.7%	9.8%	10.0%
归属母公司净利润(百万元)	933.2	1032.1	1171.2	1327.4
增长率	6.6%	10.6%	13.5%	13.3%
每股收益EPS(元)	0.68	0.75	0.85	0.97
净资产收益率ROE	12.9%	12.9%	13.1%	13.2%
PE	47	43	38	33
PB	3.7	3.3	2.9	2.6

数据来源: Wind, 西南证券

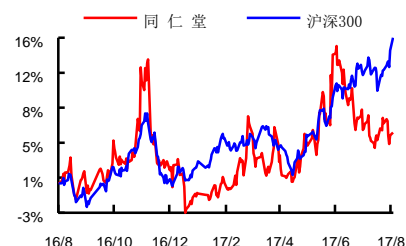
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.71
流通A股(亿股)	13.71
52周内股价区间(元)	29.75-35.45
总市值(亿元)	442.30
总资产(亿元)	184.92
每股净资产(元)	5.86

相关研究

盈利预测

根据对公司基本面分析,我们认为公司的核心业绩增长稳定,但海外业绩有超预期增长潜力,从组成公司的角度对 2017-2019 年主营业务增长情况判断如下:

- 1) 母公司产品销量增长稳定,预计 2017-2019 年增速在 5%;
- 2) 同仁堂科技受益于产能扩大及销售加强,预计 2017-2019 年销量增速约 10%;
- 3) 同仁堂国药海外业务加强门店开设及产品注册,预计 2017-2019 年收入增速在 20% 左右;
- 4) 期间费用率维持稳定,2017 年-2019 年销售费用率约为 20%,管理费用率约为 8.8%。

表 1: 按母公司及子公司收入分拆及预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	9,685.87	10,808.76	12,090.74	13,264.16	14,567.75	16,018.07
yoy		11.59%	11.86%	9.71%	9.83%	9.96%
营业成本	5,504.26	5,828.18	6,531.70	7,132.98	7,772.15	8,477.37
毛利率	43.17%	46.08%	45.98%	46.22%	46.65%	47.08%
股份母公司						
收入	2,363.83	2,556.34	2,659.85	2,792.84	2,932.48	3,079.11
yoy		8.14%	4.05%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	1,344.48	1,354.97	1,439.51	1,480.21	1,524.89	1,570.35
毛利率	43.12%	47.00%	45.88%	47.00%	48.00%	49.00%
同仁堂科技						
收入	3,341.17	3,987.12	4,665.30	5,131.83	5,645.01	6,209.51
yoy		19.33%	17.01%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	1,725.97	1,995.85	2,299.31	2,565.92	2,822.51	3,104.76
毛利率	48.34%	49.94%	50.71%	50.00%	50.00%	50.00%
同仁堂国药						
收入	601.55	816.07	973.41	1,168.09	1,401.71	1,682.05
yoy		35.66%	19.28%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	171.99	242.62	258.69	292.02	350.43	420.51
毛利率	71.41%	70.27%	73.42%	75.00%	75.00%	75.00%
其他						
收入	3,379.32	3,449.23	3,792.18	4,171.40	4,588.54	5,047.39
yoy		2.07%	9.94%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	2,261.82	2,234.74	2,534.19	2,794.84	3,074.32	3,381.75
毛利率	33.07%	35.21%	33.17%	33.00%	33.00%	33.00%

数据来源: wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12090.74	13264.16	14567.75	16018.07	净利润	1562.18	1727.75	1960.63	2222.23
营业成本	6531.70	7132.98	7772.15	8477.37	折旧与摊销	218.69	252.01	252.01	252.01
营业税金及附加	129.18	139.43	153.72	169.16	财务费用	-18.61	58.71	47.12	38.27
销售费用	2422.68	2652.83	2913.55	3203.61	资产减值损失	81.02	40.00	40.00	40.00
管理费用	1061.01	1167.25	1281.96	1409.59	经营营运资本变动	-408.40	-419.59	-438.48	-454.23
财务费用	-18.61	58.71	47.12	38.27	其他	-389.12	-57.82	-35.74	-39.16
资产减值损失	81.02	40.00	40.00	40.00	经营活动现金流净额	1045.77	1601.07	1825.55	2059.12
投资收益	2.84	0.00	0.00	0.00	资本支出	-633.12	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	102.13	137.65	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-530.99	137.65	0.00	0.00
营业利润	1886.60	2072.96	2359.24	2680.06	短期借款	40.30	-380.80	0.00	0.00
其他非经营损益	30.24	35.69	35.73	35.69	长期借款	116.83	0.00	0.00	0.00
利润总额	1916.85	2108.64	2394.97	2715.76	股权融资	-6.30	0.00	0.00	0.00
所得税	354.66	380.90	434.34	493.53	支付股利	-315.44	-336.34	-371.98	-422.12
净利润	1562.18	1727.75	1960.63	2222.23	其他	628.56	-247.71	-47.12	-38.27
少数股东损益	629.02	695.68	789.45	894.79	筹资活动现金流净额	463.95	-964.85	-419.11	-460.39
归属母公司股东净利润	933.17	1032.06	1171.18	1327.44	现金流量净额	1068.17	773.87	1406.44	1598.73
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5859.22	6633.10	8039.54	9638.27	成长能力				
应收和预付款项	2183.24	2364.45	2614.33	2866.34	销售收入增长率	11.86%	9.71%	9.83%	9.96%
存货	5328.31	5844.70	6370.42	6954.34	营业利润增长率	6.99%	9.88%	13.81%	13.60%
其他流动资产	82.01	89.97	98.82	108.65	净利润增长率	6.63%	10.60%	13.48%	13.34%
长期股权投资	25.11	25.11	25.11	25.11	EBITDA 增长率	7.21%	14.23%	11.52%	11.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2865.57	2671.54	2477.51	2283.48	毛利率	45.98%	46.22%	46.65%	47.08%
无形资产和开发支出	393.28	351.66	310.04	268.42	三费率	28.66%	29.24%	29.12%	29.04%
其他非流动资产	323.26	169.24	152.88	136.52	净利率	12.92%	13.03%	13.46%	13.87%
资产总计	17060.01	18149.78	20088.65	22281.14	ROE	12.93%	12.88%	13.07%	13.23%
短期借款	380.80	0.00	0.00	0.00	ROA	9.16%	9.52%	9.76%	9.97%
应付和预收款项	2925.38	3136.92	3426.95	3752.92	ROIC	19.07%	19.90%	21.50%	23.39%
长期借款	127.20	127.20	127.20	127.20	EBITDA/销售收入	17.26%	17.97%	18.25%	18.54%
其他负债	1548.31	1473.42	1533.62	1600.03	营运能力				
负债合计	4981.68	4737.54	5087.76	5480.14	总资产周转率	0.77	0.75	0.76	0.76
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	8.27	9.24	11.73	15.28
资本公积	2006.15	2006.15	2006.15	2006.15	应收账款周转率	13.51	13.75	13.73	13.69
留存收益	4358.36	5054.09	5853.28	6758.60	存货周转率	1.24	1.26	1.26	1.26
归属母公司股东权益	7793.48	8431.71	9230.91	10136.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.86%	—	—	—
少数股东权益	4284.85	4980.53	5769.99	6664.77	资本结构				
股东权益合计	12078.33	13412.25	15000.89	16801.00	资产负债率	29.20%	26.10%	25.33%	24.60%
负债和股东权益合计	17060.01	18149.78	20088.65	22281.14	带息债务/总负债	26.22%	19.53%	18.19%	16.88%
					流动比率	3.43	3.92	4.12	4.30
					速动比率	2.07	2.39	2.59	2.77
					股利支付率	33.80%	32.59%	31.76%	31.80%
					每股指标				
					每股收益	0.68	0.75	0.85	0.97
					每股净资产	8.81	9.78	10.94	12.25
					每股经营现金	0.76	1.17	1.33	1.50
					每股股利	0.23	0.25	0.27	0.31
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2086.69	2383.68	2658.38	2970.35					
PE	47.40	42.86	37.77	33.32					
PB	3.66	3.30	2.95	2.63					
PS	3.66	3.33	3.04	2.76					
EV/EBITDA	18.94	16.15	13.95	11.95					
股息率	0.71%	0.76%	0.84%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn