

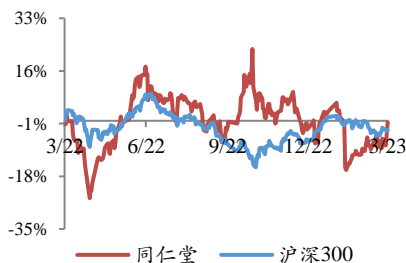
利润端略超预期，工业端持续增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-29

收盘价(元)	53.60
近12个月最高/最低(元)	66.45/40.31
总股本(百万股)	1,371
流通股本(百万股)	1,371
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	735
流通市值(亿元)	735

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】同仁堂点评报告：疫情影响不改利润增长，营销改革效果显著 2022-08-31
- 2.【华安医药】同仁堂点评：一季度利润端超预期，经营指标改善，全年可期 2022-05-03

主要观点：

● 事件：

公司发布 2022 年年度报告，实现营业收入 153.72 亿元，同比+5.27%；归母净利润 14.26 亿元，同比+16.17%；扣非归母净利润 13.99 亿元，同比+15.67%。

● 分析点评

疫情政策调整下 Q4 快速恢复，降本增效带来毛利率提升

单季度来看，公司 2022Q4 收入为 44.72 亿元，同比+14.09%；归母净利润为 4.23 亿元，同比+37.60%；扣非归母净利润为 4.09 亿元，同比+36.37%。四季度恢复明显。

公司整体毛利率为 48.80%，同比+1.18 个百分点；期间费用率 30.10%，同比+0.72 个百分点；其中销售费用率 19.98%，同比+1.16 个百分点；管理费用率（含研发费用）10.15%，同比-0.20 个百分点；财务费用率-0.03%，同比-0.23 个百分点；经营性现金流净额为 30.94 亿元，同比-9.69%。

母公司利润增长亮眼，三大子公司全面恢复

母公司报表来看，收入为 36.94 亿元，同比增长 8.87%，归母净利润为 10.91 亿元，同比增长 27.34%。

子公司同仁堂科技、同仁堂国药及同仁堂商业的净利润均有所增长。

- 同仁堂科技：公司实现营业收入 59.92 亿元，同比增长 10.95%，利润 10.02 亿元，同比增长 15.55%。
- 同仁堂国药：报告期内，同仁堂国药实现营业收入 14.95 亿元，同比增长 15.76%，利润 5.96 亿元，同比增长 10.39%。海外市场，同仁堂国药立足香港、布局全球，加快推进中医药国际化进程，业务网络覆盖亚洲、大洋洲、北美洲、欧洲主要国家及地区，全球拥有零售终端 73 家。
- 同仁堂商业：实现营业收入 85.54 亿元，同比增长 2.75%，利润 4.84 亿元，同比增长 15.17%。同仁堂商业已有门店 942 家，2022 年新设门店 24 家，闭店 2 家。

核心产品增长稳健，积极探索科研创新与品种开发

着眼精准营销，落实精品战略。前五名系列（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列、六味地黄系列及金匱肾气系列）收入 45.04 亿元，同比增长 9.42%，毛利率为 60.26%，同比提升 1.07 个百分点。公司发挥“（外部）平台+（自有）平台”、直供终端、特色品种经销商三大模式组合优势，加大五大 OTC 重点品种（五子衍宗丸、同仁乌鸡白凤丸、坤宝丸、国公酒、锁阳固精丸）宣传推广力度。

积极探索科研创新与品种开发，筛选经典名方目录先期开发部分品种。围绕公司经营主业，加大科研项目立项，开展经典名方、清脑宣窍滴丸研发工作，对同仁牛黄清心丸等重点品种进行二次开发；完成麦冬等内控标准研究，进行生产质量问题攻关；提前布局解决濒危珍稀药材资源问题。

● 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 178.1/200.9/223.6 亿元，分别同比增长 15.9%/12.8%/11.3%，归母净利润分别为 16.9/19.5/22.4 亿元，分别同比增长 18.2%/15.8%/14.6%，对应估值为 44X/38X/33X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料的价格波动；核心品种提价销售不及预期；营销改革不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15372	17814	20092	22355
收入同比 (%)	5.3%	15.9%	12.8%	11.3%
归属母公司净利润	1426	1685	1952	2238
净利润同比 (%)	16.2%	18.2%	15.8%	14.6%
毛利率 (%)	48.8%	48.5%	49.1%	49.8%
ROE (%)	12.1%	12.5%	12.6%	12.7%
每股收益 (元)	1.04	1.23	1.42	1.63
P/E	42.96	43.62	37.66	32.85
P/B	5.19	5.45	4.76	4.16
EV/EBITDA	14.34	20.23	17.23	14.62

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	20559	24264	28837	33615	营业收入	15372	17814	20092	22355
现金	11624	14126	17373	21083	营业成本	7870	9174	10234	11231
应收账款	1301	1366	1621	1759	营业税金及附加	167	191	217	241
其他应收款	96	111	125	139	销售费用	3071	3563	4018	4471
预付账款	161	205	219	245	管理费用	1342	1692	1969	2236
存货	6694	7602	8593	9368	财务费用	-5	-86	-117	-158
其他流动资产	683	855	906	1021	资产减值损失	-87	2	2	2
非流动资产	6485	6027	5319	4600	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	25	30	35	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	3809	3280	2740	2189	营业利润	2721	3210	3722	4264
无形资产	746	757	767	777	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	1911	1966	1782	1598	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	27044	30292	34156	38215	利润总额	2717	3205	3717	4259
流动负债	6336	6983	7836	8443	所得税	518	606	705	807
短期借款	310	310	310	310	净利润	2199	2599	3011	3452
应付账款	3447	3924	4430	4833	少数股东损益	774	914	1059	1214
其他流动负债	2579	2750	3096	3300	归属母公司净利润	1426	1685	1952	2238
非流动负债	2255	2255	2255	2255	EBITDA	3663	3078	3424	3782
长期借款	1222	1222	1222	1222	EPS (元)	1.04	1.23	1.42	1.63
其他非流动负债	1033	1033	1033	1033					
负债合计	8590	9238	10091	10697					
少数股东权益	6647	7561	8620	9834	主要财务比率				
股本	1371	1371	1371	1371	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2006	2006	2006	2006	成长能力				
留存收益	8430	10115	12068	14306	营业收入	5.3%	15.9%	12.8%	11.3%
归属母公司股东权	11807	13492	15445	17683	营业利润	16.9%	18.0%	15.9%	14.6%
负债和股东权益	27044	30292	34156	38215	归属于母公司净利	16.2%	18.2%	15.8%	14.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	48.8%	48.5%	49.1%	49.8%
					净利率 (%)	9.3%	9.5%	9.7%	10.0%
					ROE (%)	12.1%	12.5%	12.6%	12.7%
					ROIC (%)	10.3%	7.5%	7.6%	7.7%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	31.8%	30.5%	29.5%	28.0%
					净负债比率 (%)	46.6%	43.9%	41.9%	38.9%
					流动比率	3.25	3.47	3.68	3.98
					速动比率	2.16	2.36	2.56	2.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.59	0.59	0.58
					应收账款周转率	11.81	13.04	12.40	12.71
					应付账款周转率	2.28	2.34	2.31	2.32
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.04	1.23	1.42	1.63
					每股经营现金流薄)	2.26	2.13	2.50	2.83
					每股净资产	8.61	9.84	11.26	12.89
					估值比率				
					P/E	42.96	43.62	37.66	32.85
					P/B	5.19	5.45	4.76	4.16
					EV/EBITDA	14.34	20.23	17.23	14.62

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

重要声明

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, 以勤勉的执业态度、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, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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。