

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

同仁堂（600085）

投资评级 增持

上次评级 增持

吴欣 医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

二季度业绩表现持续亮眼，大品种战略卓有成效

2023年8月6日

事件：8月4日，同仁堂发布2023年半年度业绩快报，上半年公司实现营业收入97.61亿元，同比增长30.02%；实现归母净利润9.87亿元，同比增长32.71%；实现扣非归母净利润9.80亿元，同比增长33.31%；基本每股收益0.719元，同比增长32.66%。8月3日，北京同仁堂集团官方微信公众号发布《同仁堂集团上半年利润同比增39.98%》一文，今年上半年，同仁堂集团实现营业收入、利润总额分别同比增长23.83%、39.98%，同仁堂集团大品种上半年整体实现销售收入同比增长12.16%，占产品营业收入的68%，30多个大品种销售额增速超过30%。

点评：

- **二季度业绩表现持续亮眼。**据公司公告，2023年二季度，公司实现营业收入46.18亿元（同比+30.34%），实现归母净利润4.64亿元（同比+34.88%），实现扣非归母净利润4.61亿元（同比+35.99%），业绩表现亮眼。随着中医药市场需求增加，同时公司积极开拓市场，深化营销改革，下属公司销量大幅度增长，致营业收入、归母净利润均较上年同期增长。上半年，在中药材涨价、新冠疫情、甲流等外部复杂因素影响下，公司业绩表现亮眼，显示较好的经营实力。
- **稳中求进，加速线上线下一体推进。**据同仁堂2022年报中公布的2023年经营计划，公司将坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，围绕“品牌、品种、品质”工作，全面落实“十四五”规划，推动公司高质量发展。在产线端，公司将在聚焦大品种战略落实的同时补齐短板弱项，推动公司整体业务的转型与产线布局的优化；在营销端，公司计划推进营销组织体系新突破，加速线上线下一体推进，逐步实现数字营销转型升级与学术推广转型升级。
- **大品种战略卓有成效。**据同仁堂集团官网在6月29日公布的2022年度经营数据，2022年，同仁堂集团整体实现合并营业收入204.71亿元，同比增长7.63%，同仁堂为同仁堂集团下属重要子公司，2022年同仁堂收入占比集团比例为75.09%。据官微公布的集团大品种营收情况，我们认为同仁堂上半年以安宫牛黄丸为代表的大品种的营收或取得良好增长，秋冬为中药消费旺季，我们持续看好公司下半年业务发展。
- **盈利预测与评级：**我们预计同仁堂2023-2025年营收分别为181.49/204.99/231.76亿元，归母净利润17.17/20.86/24.12亿元，对应PE为44/36/31X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**行业政策风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、研发风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	14,603	15,372	18,149	20,499	23,176
增长率 YoY %	13.9%	5.3%	18.1%	12.9%	13.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,227	1,426	1,717	2,086	2,412
增长率 YoY%	19.0%	16.2%	20.4%	21.5%	15.6%
毛利率%	47.6%	48.8%	47.2%	48.2%	48.4%
净资产收益率 ROE%	11.5%	12.1%	13.0%	14.0%	14.3%
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.04	1.25	1.52	1.76
市盈率 P/E(倍)	50.26	42.98	43.92	36.15	31.27
市净率 P/B(倍)	5.80	5.19	5.72	5.06	4.47

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 4 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	18,174	20,559	23,993	27,701	31,930	
货币资金	9,926	11,624	14,139	16,065	19,103	
应收票据	493	464	547	842	952	
应收账款	1,004	1,301	1,492	1,710	1,919	
预付账款	185	161	192	214	240	
存货	6,169	6,694	7,354	8,585	9,414	
其他	396	315	269	284	300	
非流动资产	6,899	6,485	6,352	6,232	6,095	
长期股权投资	14	19	18	18	18	
固定资产(合计)	3,938	3,809	3,702	3,602	3,490	
无形资产	736	746	731	711	686	
其他	2,210	1,911	1,900	1,900	1,900	
资产总计	25,073	27,044	30,345	33,933	38,024	
流动负债	6,302	6,336	7,320	8,116	8,979	
短期借款	831	310	300	300	300	
应付票据	38	44	50	57	64	
应付账款	3,193	3,447	4,101	4,594	5,141	
其他	2,241	2,535	2,869	3,165	3,474	
非流动负债	2,098	2,255	2,255	2,255	2,255	
长期借款	745	1,222	1,222	1,222	1,222	
其他	1,353	1,033	1,033	1,033	1,033	
负债合计	8,400	8,590	9,575	10,371	11,234	
少数股东权益	6,039	6,647	7,577	8,665	9,914	
归属母公司股东权益	10,634	11,807	13,193	14,897	16,877	
负债和股东权益	25,073	27,044	30,345	33,933	38,024	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	14,603	15,372	18,149	20,499	23,176	
同比(%)	13.9%	5.3%	18.1%	12.9%	13.1%	
归属母公司净利润	1,227	1,426	1,717	2,086	2,412	
同比(%)	19.0%	16.2%	20.4%	21.5%	15.6%	
毛利率(%)	47.6%	48.8%	47.2%	48.2%	48.4%	
ROE(%)	11.5%	12.1%	13.0%	14.0%	14.3%	
EPS(摊薄)(元)	0.89	1.04	1.25	1.52	1.76	
P/E	50.26	42.98	43.92	36.15	31.27	
P/B	5.80	5.19	5.72	5.06	4.47	
EV/EBITDA	15.98	14.38	19.26	15.74	13.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	14,603	15,372	18,149	20,499	23,176	
营业成本	7,648	7,870	9,587	10,613	11,947	
营业税金及附加	155	167	200	225	255	
销售费用	2,748	3,071	3,503	3,956	4,473	
管理费用	1,335	1,342	1,633	1,845	2,086	
研发费用	176	217	181	205	232	
财务费用	30	-5	-190	-184	-244	
减值损失合计	-222	-87	-25	-8	-10	
投资净收益	9	3	-2	1	-1	
其他	31	97	40	43	50	
营业利润	2,328	2,721	3,247	3,874	4,466	
营业外收支	-1	-5	-5	-6	-6	
利润总额	2,327	2,717	3,242	3,868	4,460	
所得税	437	518	595	695	799	
净利润	1,891	2,199	2,648	3,174	3,661	
少数股东损益	663	774	931	1,087	1,250	
归属母公司净利润	1,227	1,426	1,717	2,086	2,412	
EBITDA	3,442	3,653	3,330	3,954	4,498	
EPS(当年)(元)	0.89	1.04	1.25	1.52	1.76	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3,426	3,094	3,124	2,586	3,748	
净利润	1,891	2,199	2,648	3,174	3,661	
折旧摊销	903	949	285	300	315	
财务费用	14	-12	87	87	87	
投资损失	-9	-3	2	-1	1	
营运资金变动	442	-128	76	-985	-328	
其它	187	89	26	11	13	
投资活动现金流	-342	-211	-112	-123	-123	
资本支出	-469	-329	-121	-124	-122	
长期投资	0	1	2	0	0	
其他	127	117	8	1	-1	
筹资活动现金流	-1,384	-1,310	-497	-537	-587	
吸收投资	20	70	0	0	0	
借款	-123	-56	-10	0	0	
支付利息或股息	-731	-796	-487	-537	-587	
现金净增加额	1,650	1,735	2,515	1,926	3,038	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。