

业绩增长稳定，发展潜力巨大

投资要点

- **事件:** 公司 2018 年上半年营业收入、扣非净利润分别约为 72.7 亿元、6.4 亿元，同比增速分别约为 3.8%、6.8%；2018Q2 营业收入、扣非净利润分别约为 36 亿元、5.4 亿元，同比增速分别约为 8.1%、5.4%。
- **业绩增长稳定，发展潜力巨大。** 公司 2018 年上半年营业收入约为 73 亿元、同比增速约为 3.8%。根据组成公司来看，公司母公司收入约为 16.9 亿元，同比增长约为 8%，产品线定位逐渐清晰，收入稳定增长；同仁堂商业收入约为 39.2 亿元，同比增速约为 13.3%，门店总数为 763 家，同比增加 141 家，且加强终端建设，受益处方外流，收入增速较快；同仁堂科技收入约为 28 亿元，同比增长约为 5.4%，增速低于预期，主要和阿胶以及六味地黄丸等销售额下滑有关，但感冒清热颗粒或受流感影响仍处于快速增长，增速约为 55%；同仁堂国药收入约为 6.2 亿元，同比增长约为 12.6%，增长较快。期间内业务已经覆盖 21 个国家和地区，零售终端数量为 82 个，预计增速还将维持；公司 2018 年上半年扣非后净利润约为 6.4 亿元，同比增长约 6.8%，高于收入增速约 3 个百分点，符合预期，具体点评如下：1) 公司毛利率约为 49.8%，同比提升约 1.6 个百分点。其中母公司毛利率提升 1.2 个百分点，同仁堂商业毛利率下降约 0.2 个百分点，同仁堂科技毛利率稳定，同仁堂国药毛利率提升约 2 个百分点，毛利率变化主要为产品结构变化导致；2) 公司期间费用率约为 30.3%，同比提升约 1.2 个百分点，低于毛利率提升幅度。其中管理费用为 6.9 亿元，同比提升约 12.4%，主要为职工薪酬增加所致。单季度来看，2018Q2 营业收入、扣非净利润分别约为 36 亿元、5.4 亿元，同比增速分别约为 8.1%、5.4%，符合预期，但利润增速低于收入增速约 2.7 个百分点，主要是期间费用投入增加。
- **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、国家对于中药产业扶持力度较大，如鼓励中药饮片使用、发展中药配方颗粒等，均为支持传统中药发展。且在《中医药法》正式实施后，首批经典名方落地，公司经典名方储备丰富或迎来价值重估，将明显提升其产品竞争力；b、国企改革预期强烈。公司国资持股约为 52.5%，作为北京市重点企业预期将推动国企改革，或启动员工激励与资产注入；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，受消费升级影响明显。黄金单品安宫牛黄丸销量空间较大，且具有强烈提价预期；b、通过自建与合作等模式，加快布局零售药店、电商等渠道，提升品牌壁垒。公司目前有 700 余家零售药店，近期北京市推出定点医保药店政策引导处方外流，公司药店品种相对齐全且知名度高，预计明显受益；c、公司渠道及品牌优势明显，大兴基地建成后缓解产能瓶颈。长期来看预计感冒清热颗粒、大活络丹、乌鸡白凤丸、坤宝丸等维持稳定增长，而愈风宁心、调经促孕丸、羚羊清肺丸、小金丸等二线品种能有较快增长；3、海外市场增长潜力较大。子公司同仁堂国药业务已经覆盖 21 个国家及地区，零售终端达 82 个，且对香港市场及海外市场继续拓展，预期将带动其品牌及业绩提升。
- **盈利预测及评级。** 我们预计 2018-2020 年每股收益为 0.83 元、0.95 元、1.08 元，对应 PE 分别为 38 倍、34 倍、30 倍。公司产品储备丰富，海外业务拓展顺利，存在国企改革、提价等潜在的股价催化剂，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期、市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	13376.0	14985.2	16796.2	18835.1
增长率	10.6%	12.0%	12.1%	12.1%
归属母公司净利润 (百万元)	1017.4	1141.1	1301.5	1482.0
增长率	9.0%	12.2%	14.1%	13.9%
每股收益 EPS (元)	0.74	0.83	0.95	1.08
净资产收益率 ROE	13.2%	13.2%	13.4%	13.6%
PE	43	38	34	30
PB	3.3	3.0	2.6	2.3

数据来源: Wind, 西南证券

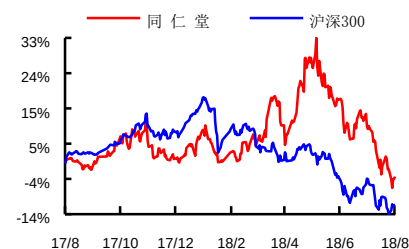
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzl@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)	29.55-42.47
总市值(亿元)	438.60
总资产(亿元)	200.44
每股净资产(元)	6.36

相关研究

1. 同仁堂 (600085): 全年业绩增长稳定, 海外渠道继续拓展 (2018-04-01)
2. 同仁堂 (600085): 业绩增长稳定, 看好长期发展 (2017-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13375.97	14985.24	16796.20	18835.11	净利润	1741.72	1953.46	2228.04	2537.17
营业成本	7191.34	8033.50	8982.76	10050.60	折旧与摊销	244.99	293.67	293.67	293.67
营业税金及附加	143.78	159.90	179.70	201.50	财务费用	0.34	72.68	62.74	56.04
销售费用	2659.26	2922.12	3275.26	3672.85	资产减值损失	85.60	80.00	80.00	80.00
管理费用	1186.38	1318.70	1478.07	1657.49	经营营运资本变动	-683.23	-667.48	-619.75	-723.40
财务费用	0.34	72.68	62.74	56.04	其他	59.49	-86.18	-77.42	-80.26
资产减值损失	85.60	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	1448.92	1646.16	1967.28	2163.21
投资收益	4.41	0.00	0.00	0.00	资本支出	-362.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-358.94	180.35	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	-721.34	180.35	0.00	0.00
营业利润	2140.74	2398.33	2737.67	3116.64	短期借款	-3.13	-377.68	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.48	-3.96	-3.94	-3.91	长期借款	2.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	2140.26	2394.37	2733.72	3112.73	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	398.54	440.91	505.69	575.57	支付股利	-329.15	-358.86	-402.49	-459.06
净利润	1741.72	1953.46	2228.04	2537.17	其他	-238.54	-213.86	-62.74	-56.04
少数股东损益	724.34	812.40	926.58	1055.14	筹资活动现金流净额	-568.51	-950.40	-465.23	-515.10
归属母公司股东净利润	1017.38	1141.07	1301.45	1482.02	现金流量净额	56.91	876.12	1502.05	1648.12
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5906.98	6783.10	8285.15	9933.26	成长能力				
应收和预付款项	2755.99	2992.59	3370.33	3788.05	销售收入增长率	10.63%	12.03%	12.08%	12.14%
存货	5912.93	6622.18	7412.09	8303.84	营业利润增长率	13.47%	12.03%	14.15%	13.84%
其他流动资产	107.27	120.17	134.70	151.05	净利润增长率	11.49%	12.16%	14.06%	13.87%
长期股权投资	25.20	25.20	25.20	25.20	EBITDA 增长率	14.35%	15.87%	11.91%	12.03%
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	3213.28	2982.67	2752.06	2521.45	毛利率	46.24%	46.39%	46.52%	46.64%
无形资产和开发支出	389.64	346.94	304.23	261.53	三费率	28.75%	28.79%	28.67%	28.60%
其他非流动资产	396.85	196.14	175.78	155.42	净利率	13.02%	13.04%	13.27%	13.47%
资产总计	18708.13	20068.99	22459.54	25139.80	ROE	13.23%	13.23%	13.42%	13.59%
短期借款	377.68	0.00	0.00	0.00	ROA	9.31%	9.73%	9.92%	10.09%
应付和预收款项	3500.22	3717.09	4205.16	4720.78	ROIC	19.11%	20.07%	21.41%	22.99%
长期借款	129.51	129.51	129.51	129.51	EBITDA/销售收入	17.84%	18.45%	18.42%	18.40%
其他负债	1532.62	1451.55	1528.47	1615.00	营运能力				
负债合计	5540.03	5298.15	5863.14	6465.29	总资产周转率	0.75	0.77	0.79	0.79
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	7.68	8.16	10.46	13.70
资本公积	2006.15	2006.15	2006.15	2006.15	应收账款周转率	12.75	12.42	12.73	12.64
留存收益	5046.59	5828.80	6727.77	7750.74	存货周转率	1.26	1.26	1.26	1.27
归属母公司股东权益	8416.09	9206.43	10105.39	11128.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.23%	—	—	—
少数股东权益	4752.02	5564.42	6491.00	7546.14	资本结构				
股东权益合计	13168.11	14770.84	16596.39	18674.50	资产负债率	29.61%	26.40%	26.11%	25.72%
负债和股东权益合计	18708.13	20068.99	22459.54	25139.80	带息债务/总负债	23.57%	17.52%	15.83%	14.35%
					流动比率	3.29	3.78	3.89	4.01
					速动比率	1.97	2.27	2.39	2.51
					股利支付率	32.35%	31.45%	30.93%	30.98%
					每股指标				
					每股收益	0.74	0.83	0.95	1.08
					每股净资产	9.60	10.77	12.10	13.62
					每股经营现金	1.06	1.20	1.43	1.58
					每股股利	0.24	0.26	0.29	0.33
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2386.08	2764.69	3094.08	3466.35					
PE	43.11	38.44	33.70	29.59					
PB	3.33	2.97	2.64	2.35					
PS	3.28	2.93	2.61	2.33					
EV/EBITDA	16.37	13.74	11.79	10.05					
股息率	0.75%	0.82%	0.92%	1.05%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn