

2022年02月14日

证券研究报告·公司研究报告

同仁堂 (600085) 医药生物

当前价: 42.51元

目标价: 一一元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

百年御药量价齐升，国企混改值得期待

投资要点

- 投资逻辑:** 同仁堂是一家百年传承的中药行业龙头公司，公司具有百年历史品牌，以及丰富的产品矩阵。1) 同仁安宫牛黄丸量价齐升，潜在市场空间合计1934亿元；2) 补益类产品受益于同仁堂科技的两条生产线投产，新基地可生产品种200余种，口服液新增产能1.8亿支，2020年补益类产品产量同比上涨76%，同仁堂科技2022年预计维持10%~20%的收入及利润端增长；3) 管理层重大变更，2022年是国企混改三年行动计划收官之年，同仁堂国企混改可期。
- 百年御药打造品牌护城河，国企混改值得期待:** 1) **品牌优势:** 同仁堂百年御药传承，先后有9个项目入选非遗项目，铸造了同仁堂稳固的品牌护城河，2020年、2021年连续两年蝉联《胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》榜首。2) **产品优势:** 同仁堂产品矩阵丰富，拥有800余个中成药品种，常年生产的超过400种，独家品种有40余种。3) **混改优势:** 新董事长上任，邱淑兵先生在同仁堂集团旗下的多家子公司曾任要职，精通同仁堂各项业务。2022年正值国企混改三年行动计划收官之年，混改有望持续推进。
- 安宫量价齐升，产能释放保障增长:** 1) 受天然麝香与天然牛黄持续涨价影响，2021年12月，安宫牛黄丸提价10%至860元/粒。安宫牛黄丸市场需求空间大，是2020年中国城市零售药店终端心脑血管中成药排名第一。同仁安宫牛黄丸市占率54%，排名第一。根据安宫牛黄丸主要适应症，我们预计全年龄段的脑损伤及脑梗死市场空间分别为1.6亿元和17.8亿元，婴幼儿肺炎市场规模为1.1亿元，全年龄段的重症肝炎市场空间为11.8亿元，中老年中风热闭患者市场空间为20.2亿元，中老年人养生保健市场空间为1881.6亿元，合计1934亿元，潜在市场空间大，未来持续量价齐升可期。2) 2020年补益类营收14.15亿元(+9.9%)，毛利率38.31%(+4pp)，毛利率提升明显。补益类产品受益于同仁堂科技的两条生产线竣工投产，业绩快速释放，2020年补益类产品的产量比2019年上涨76%，随着河北和大兴产能2022年底全部投产，预计2022年同仁堂科技维持10%~20%的增长。
- 营销改革红利释放:** 坚持“以品种为核心，以终端为方向”的营销思路，打造“4+2”经营模式，运营事业部、终端事业部、医疗事业部、药酒事业部协同发展。2020年销售人员数达到9535人，人均贡献销售收入134.51万元。后疫情时代，销售团队有望加速全面落地营销改革。1) 线下: 截至2021H1，同仁堂商业下属门店900家，收入44亿元(+29%)，利润25亿元(+87%)。同仁堂商业在2019年运营整改和2020年疫情冲击后，公司优化激励机制，推动传统药店转型升级和创新经营，迎来经营质量的全面恢复。2) 线上: 搭乘电商发展增速期，加强传统经销商、自有零售终端及互联网市场的联动性，数字化转型赋能，全渠道融合发展。2021年双十一期间，同仁堂股份全品种销售额超3000万，同比增长31%。
- 盈利预测:** 综合预计2021-2023年归母净利润为14/17.3/21.8亿元，同增36.2%/23.1%/25.9%，对应PE分别为46/37/29倍。
- 风险提示:** 原材料波动风险，医药行业政策变化风险，全球疫情不确定风险。

指标年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	12825.88	15271.72	18048.48	21144.18
增长率	-3.40%	19.07%	18.18%	17.15%
归属母公司净利润(百万元)	1031.44	1404.36	1728.61	2176.27
增长率	4.67%	36.16%	23.09%	25.90%
每股收益EPS(元)	0.75	1.02	1.26	1.59
净资产收益率ROE	10.40%	11.63%	12.19%	13.03%
PE	62	46	37	29
PB	4.12	3.72	3.35	3.01

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

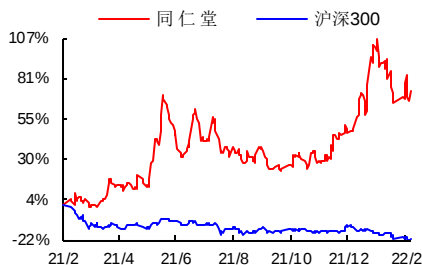
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@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)	25.5-52.56
总市值(亿元)	583.01
总资产(亿元)	242.65
每股净资产(元)	7.55

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目录

1 百年御药，国企混改可期	1
1.1 百年御药，构筑品牌护城河	1
1.2 公司治理：新任董事长上任，国企混改值得期待	2
1.3 财务分析：业绩筑底回升，盈利能力持续向好	4
2 产品储备丰富，品牌价值凸显	5
2.1 心脑血管类：核心产品市占率高，同仁安宫牛黄丸提价	7
2.2 补益类：市场需求潜力巨大，补益类中药未来可期	12
2.3 清热类：有望实现反弹	15
3 营销改革与渠道变革发力	17
3.1 以品种为核心，以终端为方向	17
3.2 数字化转型赋能，全渠道融合发展	18
4 旗下核心业务平台增长稳健	20
4.1 同仁堂科技：产能恢复，业绩有望快速反弹	20
4.2 同仁堂商业投资：药店毛利率高于行业平均水平	21
4.3 同仁堂国药：海外销售业务回暖	21
5 中药行业：品牌竞争与演化，同仁堂量价齐升	23
5.1 价的演变：中药提价趋势凸显	23
5.2 量的演变：下游需求释放，市场前景广阔	25
5.3 国企混改，势在必行	26
6 盈利预测	27
7 风险提示	28

图目录

图 1: 同仁堂发展历史脉络	1
图 2: 2021 年胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜	2
图 3: 公司股权结构图	3
图 4: 营业收入及 yoy	4
图 5: 归母净利润及 yoy (亿元)	4
图 6: 2021 年毛利率和净利率上涨	4
图 7: 费用率情况 (%)	4
图 8: 公司工业和商业板块的收入及毛利率	5
图 9: 2020 年各品类营收占比	7
图 10: 2018-2020 年各品类营收变化 (单位: 万元)	7
图 11: 心脑血管类药品毛利最高	7
图 12: 心脑血管类产品产量、销量、库存及增速 (万盒)	7
图 13: 同仁堂安宫牛黄丸收入	8
图 14: 安宫牛黄丸市场竞争格局	8
图 15: 天然麝香价格变动	9
图 16: 天然牛黄价格变动	9
图 17: 同仁堂安宫牛黄丸提价幅度 (2002-2021 年)	9
图 18: 大活络丸市场竞争格局	10
图 19: 补益类产品销售收入、收入增速及毛利率	12
图 20: 补益类产品产量、销量、库存及增速 (单位: 万盒)	12
图 21: 六味地黄丸市场竞争格局	13
图 22: 六味地黄丸销售收入	13
图 23: 同仁堂灵芝孢子粉	14
图 24: 牛黄解毒片销售额	16
图 25: 公司销售人员情况 (单位: 人)	17
图 26: 人均销售产出 (单位: 万元)	17
图 27: 线上直播平台营销	18
图 28: 线下广告位营销	18
图 29: 2018-2020 年同仁堂线下门店布局 (单位: 家)	19
图 30: 同仁堂零售药店按品类结构划分的商品销售占比	19
图 31: 同仁堂科技的股权结构	20
图 32: 同仁堂科技的主要核心产品	20
图 33: 同仁堂科技收入及增速	20
图 34: 同仁堂科技的利润及增速	20
图 35: 同仁堂商业收入及增速	21
图 36: 同仁堂商业净利润及增速	21
图 37: 同仁堂商业药店数量	21
图 38: 同仁堂商业与同行业药店的毛利率水平	21
图 39: 同仁堂国药的股权结构	22

图 40: 全国居民人均医疗保健支出及增速 (单位: 元)	22
图 41: 同仁堂国药的收入及增速	22
图 42: 同仁堂国药的净利润及增速	22
图 43: 同仁堂国药的收入构成	22
图 44: 同仁堂国药的收入构成	22
图 45: 全国居民人均可支配收入及增速 (单位: 元)	23
图 46: 全国居民人均医疗保健支出及增速 (单位: 元)	23
图 47: 2013-2019 年中国中药保健品市场规模 (亿元)	23
图 48: 截至 2020 年 9 月中国中药保健品行业市场参与者产品注册数量 (单位: 种)	23
图 49: 2004-2021 年医保目录纳入品种数量变化 (单位: 种)	24
图 50: 2014-2020 年中国非处方药市场规模 (单位: 亿元)	24
图 51: 中国成都中药价格指数	25
图 52: CPI 和中药价格综合 200 指数增速对比	25
图 53: 中国老龄化趋势明显 (2016-2020)	26
图 54: 2020 年消费者购买中药原因统计	26
图 55: 中药行业国企混改历程	26

表 目 录

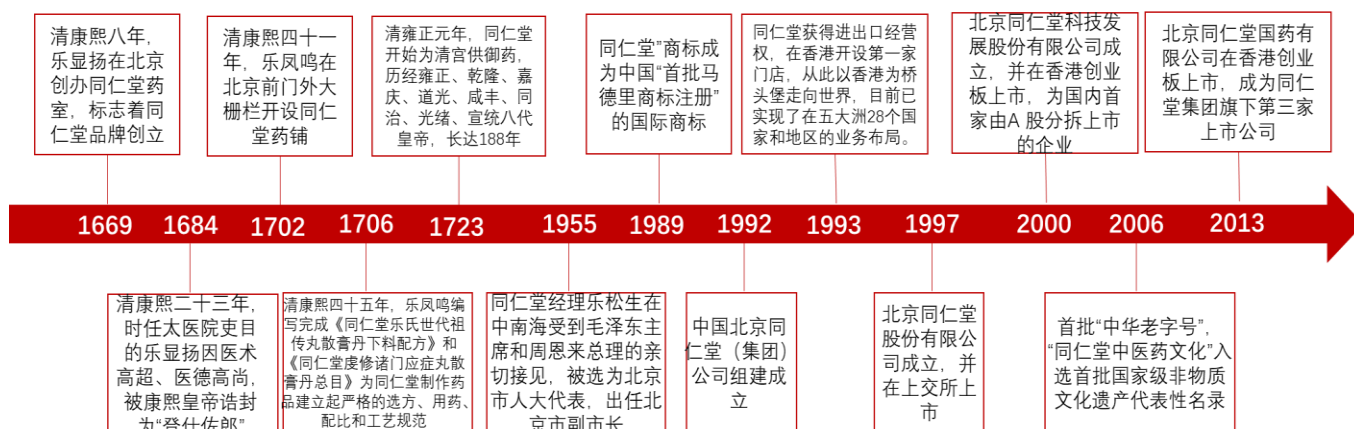
表 1: 九项非遗传承项目	1
表 2: 三家上市公司简介	3
表 3: 新任代董事长邱淑兵简介	3
表 4: 同仁堂重点产品矩阵	5
表 5: 安宫牛黄丸竞品对比	8
表 6: 安宫牛黄丸各适应症领域市场销售空间	10
表 7: 大活络丸竞品对比	11
表 8: 牛黄清心丸竞品对比	11
表 9: 六味地黄丸竞品对比	13
表 10: 灵芝孢子粉竞品分析	14
表 11: 牛黄解毒片竞品对比	16
表 12: 四大事业部负责工作内容	17
表 13: 线上线下营销措施及成果	18
表 14: 2021 年中药行业相关政策梳理	24
表 15: 拆分业务收入及毛利率	27
附表: 财务预测与估值	29

1 百年御药，国企混改可期

1.1 百年御药，构筑品牌护城河

宫廷御药，深厚文化内涵筑牢品牌底蕴。同仁堂品牌于 1669 年（清康熙八年）在北京由乐显扬创立，1684 年，时任太医院吏目的乐显扬因医术高超、医德高尚，被康熙皇帝诰封为“登仕佐郎”。1723 年（清雍正元年），同仁堂开始为清宫供御药，历经雍正、乾隆、嘉庆、道光、咸丰、同治、光绪、宣统八代皇帝，长达 188 年，享有连续 188 年供御药殊荣的民间药铺仅同仁堂一家。清末民初，同仁堂乐家家族实现全国扩张，在各地开设乐仁堂、宏仁堂、达仁堂、永仁堂等药店，中国北京同仁堂（集团）公司于 1992 年成立，1997 年正式在上交所上市。同仁堂发展至今，在传统中医药文化上不断创新突破，形成以制药工业为核心，以健康养生、医疗养老、商业零售、国际药业为支撑的五大板块。

图 1：同仁堂发展历史脉络



数据来源：公司官网，西南证券整理

百年历史荣获多项殊荣。深耕中医药行业 352 年，产能遍布全球五大洲 28 个国家，拥有 36 个生产基地、110 多条现代化生产线，生产 20 多个剂型、2600 多种药品和保健食品。同仁堂瑰宝众多，先后有 3 个项目入选国家级非遗项目，6 个项目入选区级非遗项目，2006 年“同仁堂中医药文化”入选首批国家级非物质文化遗产。2014 年，“同仁堂中医药文化（传统中药材炮制技艺）”项目被批准为国家级非物质文化遗产生产性保护示范基地；同仁堂“安宫牛黄丸传统制作技艺”列入第四批国家级非物质文化遗产代表性目录。这些文化和技艺是历代同仁堂人智慧的结晶，铸造了同仁堂稳固的护城河。

表 1：九项非遗传承项目

级别	项目名称	品牌荣誉
国家级项目	同仁堂中医药文化	同仁堂中医药文化继承祖国传统中医药文化精华，并融入宫廷医药规范，形成的具有自身特色的传统技艺、炮制方法、仁德文化、质量文化、经营哲学、品牌形象和团队精神的总和。
	安宫牛黄丸制作技艺	1798 年吴塘著《温病条辨》首创安宫牛黄丸。其后同仁堂开始生产安宫牛黄丸。1870 年乐十世乐平泉修订《同仁堂传统配本》，首列瘟疫门，安宫牛黄丸是瘟疫门首药。
	传统中药材炮制技艺	同仁堂特色的中药材炮制技艺在同仁堂的发展中起到重要支撑作用，坚持传统技艺真实性、完整性和核心技艺的保护传承，使得传统产品的内在质量不断提高。

级别	项目名称	品牌荣誉
区级项目	同仁堂壮骨药酒传统制作技艺	同仁堂壮骨药酒的历史至今已有 254 年。早在 1924 年就在莱比锡国际博览会上获奖，新中国成立后又多次获得国家优质产品金奖。
	同仁堂微丸传统手工制作技艺	微丸是同仁堂传统特色制剂，均采用传统手工制作，一是传承清官用药标准；二是制作工艺精良。
	同仁堂手工泛制水丸传统制作技艺	同仁堂药店手工泛制水丸传统制作技艺，一人一方、单方特制，满足患者个性化用药需求。
	同仁堂西黄丸传统制作技艺	糊丸是同仁堂具有悠久生产历史和特色的传统制剂，具有独到的生产技艺，包括药材鉴别炮炙技艺、粉碎与细料套研技艺、起模子泛丸技艺、阴干选粒技艺，保证了药品的疗效和质量。
	同仁堂阿胶传统制作技艺	同仁堂阿胶传统制作技艺，一是选用上等、整张驴皮。二是采用传统古法炮制工艺，包括熬胶技艺、打沫技艺、收胶技艺、闷晾技艺、擦胶技艺。
	同仁牛黄清心丸传统制作技艺	同仁牛黄清心丸传统制剂工艺在药材粉碎的细度以及混合的均匀度上有独到之处，具有独特的文化价值、医学价值、艺价值、社会价值及经济价值。

数据来源：公司官网，西南证券整理

同仁堂品牌价值得到不断提升。根据胡润研究院统计，综合品牌的历史、品牌现在的价值、品牌的文化内涵，多维度进行评估，同仁堂 2020 年、2021 年连续两年蝉联《胡润中国最具历史文化遗产品牌榜》榜首。在最新发布的《2021 年（第 27 届）中国品牌价值 100 强》中，同仁堂位列榜单第 33 名，品牌价值 230.25 亿元。

图 2：2021 年胡润中国最具历史文化遗产品牌榜

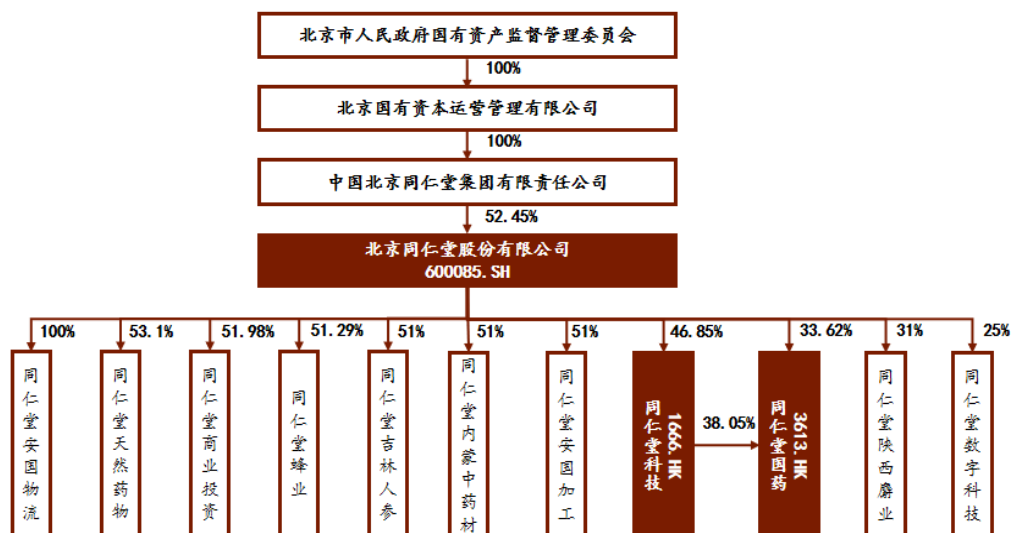
《2021 胡润中国最具历史文化遗产品牌榜》						
排名	排名变化	品牌	总分（百分制）	行业	得名时间	企业总部 [®]
1	0	同仁堂	100	中药	1669	北京
2	1	贵州茅台	96	白酒	1951	贵州仁怀
3	-1	中国银行	95	金融	1912	北京
4	1	中华	94	烟草	1951	上海
5	-1	五粮液	93	白酒	1909	四川宜宾
6	2	汾酒	88	白酒	1919	山西汾阳
7	0	黄山	87	烟草	1958	安徽合肥
8	1	青岛啤酒	81	啤酒	1903	山东青岛
8	2	益源庆	81	调味品	1377	山西太原
10	2	陈李济	80	中药	1600	广东广州

数据来源：胡润研究院，西南证券整理

1.2 公司治理：新任董事长上任，国企混改值得期待

北京国资委 52.45% 绝对控股，股权结构稳定。其余股东持股比例皆低于 5%，小股东较为分散。同仁堂集团下属六大二级子集团（同仁堂股份、同仁堂科技、同仁堂国药、同仁堂健康、同仁堂药材参茸、同仁堂商业），集团覆盖细分领域众多，包括商业零售板块、中成药制造板块、中药材种植养殖板块以及保健品食品四大板块。公司目前拥有七个子集团、两个院和多家直属子公司，其中三家子公司已上市：同仁堂股份（600085.SH）、同仁堂科技（1666.HK）、同仁堂国药（3613.HK）。

图 3：公司股权结构图



数据来源：WIND，西南证券整理

表 2：三家上市公司简介

姓名	主营业务	核心品种	业绩表现
同仁堂股份 (600085.SH)	以制药工业为核心，以传统名牌中药为主，形成健康养生、医疗养老、商业零售、国际药业五大板块，构建了集种植养殖、制造、销售、医疗、康养、研发于一体的大健康产业链条。	安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、金匱肾气丸、阿胶、六味地黄丸、同仁乌鸡白凤丸、坤宝丸	2021H1 收 73.59 亿元，同比增长 22.58%；净利润 9.9 亿元，同比增长 33.71%。
同仁堂科技 (1666.HK)	主要从事生产及销售中药产品业务，剂型涉及丸剂、片剂、颗粒剂、口服液及胶剂等多种剂型，产品涵盖中成药、食品、化妆品等多个领域。	安宫牛黄丸、六味地黄丸、金匱肾气丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒、阿胶及西黄丸	2021H1 营收 27.66 亿元，同比增长 23.45%；净利润 3.15 亿元，同比增长 16.13%。
同仁堂国药 (3613.HK)	主要在海外发展分销网络以及制造销售中药产品。	安宫牛黄丸、灵芝孢子粉	2021H1 营收 5.89 亿元，同比增长 22.87%；净利润 2.22 亿元，同比增长 17.94%。

数据来源：WIND，西南证券整理

新董事长上任，精通同仁堂各项业务。2021 年 12 月 29 日，邱淑兵先生正式担任公司董事长。邱淑兵在同仁堂集团旗下的多家子公司曾任要职（包括同仁堂集团、同仁堂健康、同仁堂药酒、同仁堂股份、同仁堂商业投资、同仁堂中药配方颗粒、同仁堂生物制品、同仁堂化妆品等），作为资深业务骨干，邱总熟悉集团旗下各个板块的经营运转，其丰富的工作履历将会给同仁堂带来新的发展契机。

表 3：新任代董事长邱淑兵简介

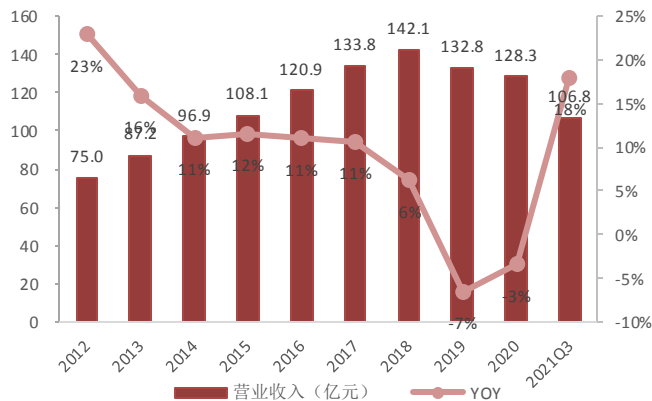
姓名	年龄	职务	主要履历
邱淑兵	46	董事长、法定代表人、董事、总经理	资深同仁系：研究生学历，公共管理硕士，高级会计师。历任北京同仁堂药酒财务主管，北京同仁堂药酒副经理，北京同仁堂股份财务部副部长，北京同仁堂股份投资管理部副部长，部长，北京同仁堂商业投资集团副总经理，中国北京同仁堂(集团)有限责任公司总经理助理兼经济运行部部长，北京同仁堂健康产业投资董事，北京同仁堂中药配方颗粒投资董事长，北京同仁堂生物制品开发董事，北京同仁堂化妆品董事。现任北京市企业联合会，北京市企业家协会副会长，北京同仁堂股份总经理。

数据来源：WIND，西南证券整理

1.3 财务分析：业绩筑底回升，盈利能力持续向好

营业收入和利润底部反转回升。公司营业总收入在 2016 年面临下滑主要是因为产能遇到瓶颈，从 2019 年-2020 年出现下滑以后开始快速反弹，2021 年前三季度总收入 106.8 亿元，同比增长 18%，同期归母净利润实现更快幅度的反弹，2021 年前三季度归母净利润 9.2 亿元，同比增速 29%。

图 4：营业收入及 yoy



数据来源：WIND，西南证券整理

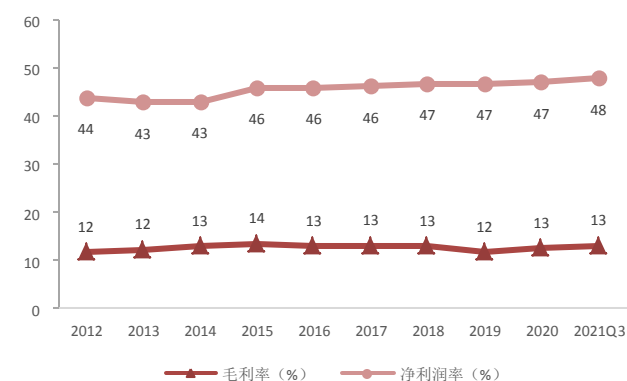
图 5：归母净利润及 yoy (亿元)



数据来源：WIND，西南证券整理

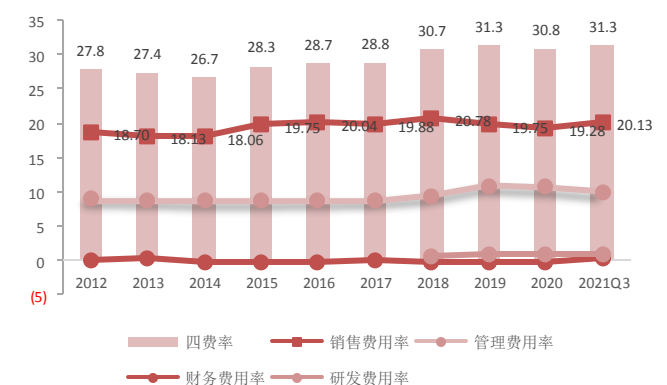
近 5 年公司毛利率总体持续上涨。毛利率上升主要来自于补益类以及清热类的毛利率提升，心脑血管类对毛利率贡献最高且保持平稳。2020 年的公司毛利率为 47.04%，同比增长 0.6%。2016-2019 年，公司净利润持续 4 年下跌，2020 年净利率止跌并大幅上涨，2020 年净利润增至 12.6%，同比上涨 7.14%，2021Q3 净利润为 13.14%。销售费用率维持在 20% 左右，2018-2020 年研发费用增速明显，年复合增长率为 21.93%。管理费用受疫情影响，2020 年同比下跌 8.19%。财务费用同比增加，主要由于新租赁准则的影响，本期利息支出增加所致。

图 6：2021 年毛利率和净利率上涨



数据来源：WIND，西南证券整理

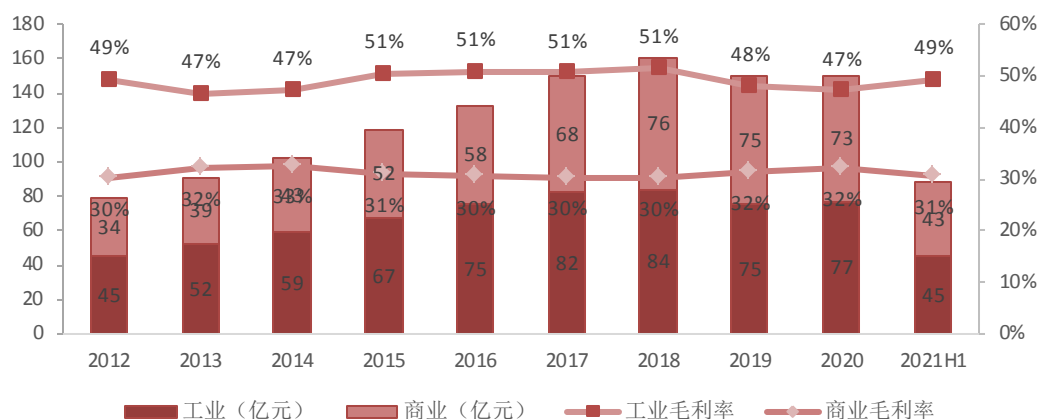
图 7：费用率情况 (%)



数据来源：WIND，西南证券整理

2020 年公司工业板块收入占比 73%，毛利率水平为 47%，2021 年上半年毛利率快速提升。商业板块收入达到 77 亿元，商业毛利率水平达到 32%，保持稳定趋势。

图 8：公司工业和商业板块的收入及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 产品储备丰富，品牌价值凸显

同仁堂品类矩阵丰富，独家品种众多。公司拥有 800 余个中成药品种，涵盖内科、外科、妇科、儿科等类别。常年生产的超过 400 种，独家品种有 40 余种。按照产品适应症，将品种细分为心脑血管类、补益类、清热类、妇科类。心脑血管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、愈风宁心滴丸等；补益类代表品种包括六味地黄系列、金匱肾气系列、阿胶系列、五子衍宗系列等；清热类代表品种包括感冒清热系列、牛黄解毒系列、牛黄清胃系列等；妇科类代表品种包括同仁乌鸡白凤系列、坤宝丸等。

表 4：同仁堂重点产品矩阵

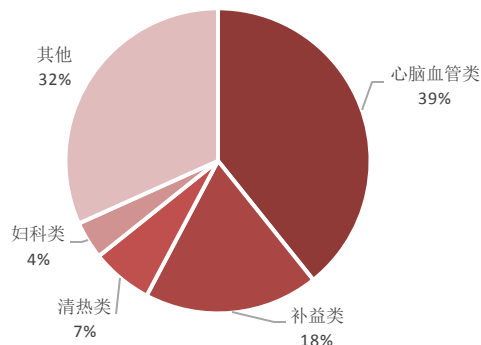
领域	名称	药品	适应症	公司	终端价格	医保情况
心脑血管类	安宫牛黄丸		高热、惊厥、昏迷、神昏、中风、脑炎、脑膜炎、脑病、脑出血、血症。	母公司 科技 国药	860 元/粒 (注：2021.1.12 提价)	全国 甲类
	大活络丸		减轻膝关节炎患者疼痛、僵硬，改善活动能力；在糖尿病周围神经病变、冠心病、心肌梗死等疾病中使用效果良好。	母公司	153.5 元/盒 (3.6g*10 丸/盒)	全国 乙类
	牛黄清心丸		益气养血，镇静安神，化痰熄风。用于气血不足，痰热上扰引起：胸中郁热，惊悸虚烦，头目眩晕，中风不语，口眼歪斜，半身不遂。	母公司	180 元/盒 (3g*10 丸/盒)	全国 乙类
	愈风宁心滴丸		解痉止痛，增强脑及冠脉血流量。用于高血压头晕，冠心病心绞痛，神经性头痛等症。	母公司	39 元/盒 (33mg*180 丸/盒)	全国 乙类
补益类	六味地黄丸		滋阴补肾。用于头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精。	科技	15.8 元/盒 (120 丸/盒)	全国 甲类

领域	名称	药品	适应症	公司	终端价格	医保情况
	阿胶		补血滋阴、润燥、止血，用于眩晕心悸，心烦不眠。	科技	358元/盒 (250g/盒)	无
	金匱肾气丸		温补肾阳，化气行水。用于肾虚水肿，腰膝酸软，小便不利，畏寒肢冷。	科技	13元/盒 (360丸/盒)	全国甲类
	国公酒		散风祛湿，舒筋活络。用于风寒湿邪闭阻所致的痹病	母公司	24.5元/瓶 (328ml/瓶)	无
	局方至宝丸		烦躁不安、神昏、惊风	母公司	606.6元/盒 (3g*1丸/盒)	全国乙类
清热类	京制咳嗽痰喘丸		散风清热，宣肺止咳，祛痰定喘。用于外感风邪，痰热阻肺，咳嗽痰盛，气促哮喘	母公司	11元/瓶 (180粒/瓶)	北京甲类
	牛黄解毒片		清热解毒，散风止痛。用于肺胃蕴热引起：头目眩晕，口鼻生疮，风火牙痛，暴发火眼，咽喉疼痛，耳鸣肿痛，大便秘结，皮肤刺痒。	科技	26元/盒 (8片*10瓶/盒)	医保甲类
	感冒清热颗粒		疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干。	科技	15.6元/盒 (10袋/盒)	医保甲类
妇科类	乌鸡白凤丸		月经不调、行经腹痛、少腹冷痛、体弱乏力、腰酸腿软。	母公司	13.5元/瓶 (36g/瓶)	无
	坤宝丸		滋补肝肾，镇静安神，养血通络。用于妇女绝经前后，肝肾阴虚引起的月经紊乱，潮热多汗，失眠健忘，心烦易怒，头晕耳鸣，咽干口渴，四肢酸楚，关节疼痛。	母公司	41元/盒 (50丸*20袋/盒)	无

数据来源：公司公告，公司官网，国务院，西南证券整理

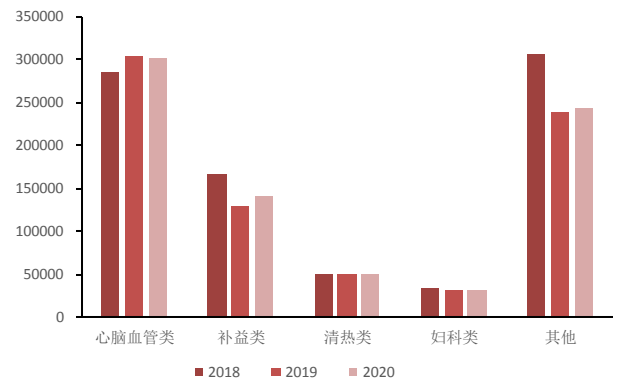
重点发力心脑血管类和补益类两大细分品类。同仁堂长期以心脑血管类和补益类两大品类为核心进行研发和营销布局。根据公司公告，公司销售额前五的核心大单品分别是心脑血管类产品的安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列，以及补益类产品的六味地黄系列和金匱肾气系列。

图 9：2020 年各品类营收占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2018-2020 年各品类营收变化（单位：万元）

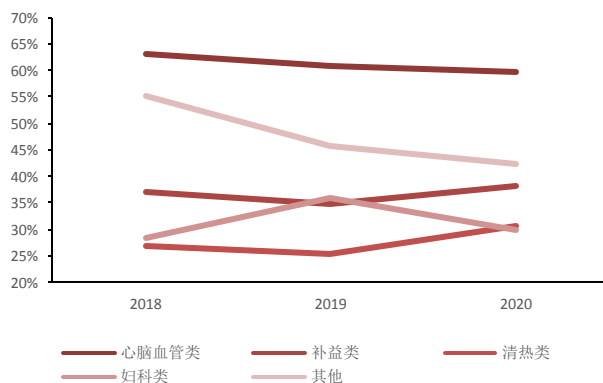


数据来源：公司年报，西南证券整理

2.1 心脑血管类：核心产品市占率高，同仁安宫牛黄丸提价

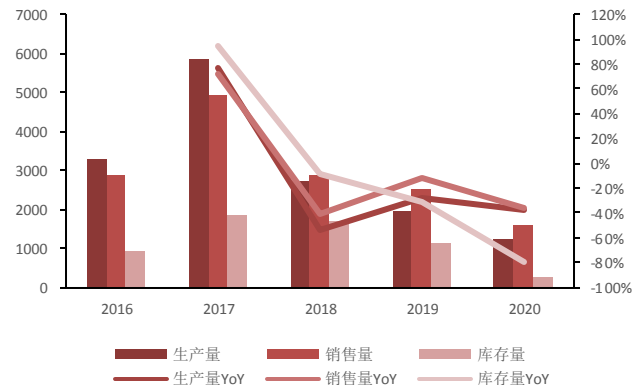
心脑血管类业绩长期稳健，营收和毛利率稳居高位。心脑血管类产品对营收贡献最高，2020 年对营收 30.04 亿元，占比 39%。心脑血管类产品毛利率长期波动在 60% 左右，2020 年毛利率高达 59.58%。1) 优势独家品种丰富：同仁安宫牛黄丸、同仁大活络丸、同仁牛黄清心丸等产品拥有独家药方，高质量原材料以及高精湛工艺共筑品牌护城河；2) 提价幅度大：龙头定价优势显著，具备高端消费品的属性；3) 需求上涨：需求端增量可期，人口老龄化以及消费升级的大趋势下，慢病及亚健康人群的持续增长支撑心脑血管类持续放量。

图 11：心脑血管类药品毛利最高



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：心脑血管类产品产量、销量、库存及增速（万盒）



数据来源：公司公告，西南证券整理

同仁安宫牛黄丸

“双天然”同仁安宫牛黄丸是北京同仁堂十大招牌药之首。安宫牛黄丸有清热解毒、宣窍安神之功效。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。安宫牛黄丸的核心成分均是名贵中药材，比如牛黄、麝香、犀牛角等。同仁安宫牛黄丸是同仁堂营收占比最高的品种，该品种对于营收贡献率逐年提升，2020 年安宫牛黄丸相关收入贡献比高达 23.42%。

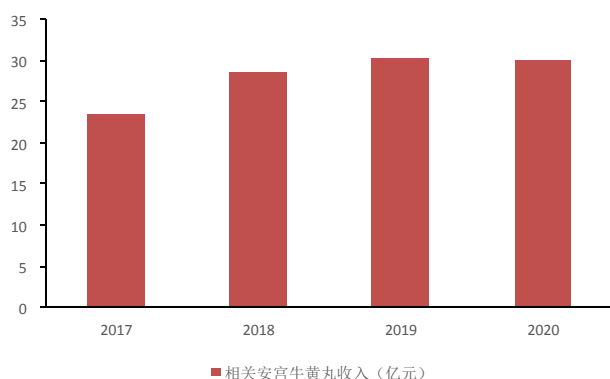
价格与市场占有率均排列第一。同仁堂安宫牛黄丸价位皆高于同种成分的其余品牌，作为中药行业龙头公司，在业内有相对高的定价权。同仁堂安宫牛黄丸分为两种，双天然包金衣品类（终端售价 860 元/粒），以及体外培育牛黄，人工麝香，非包金衣品类（终端售价 218 元/粒）。同仁堂双天然金包衣的安宫牛黄丸，以其独特的工艺高品质原材料和优良制作工艺，其疗效获得市场高度认可。市面上目前双天然的安宫牛黄丸有同仁堂、片仔癀、达仁堂、广誉远等，同仁堂双天然的安宫牛黄丸价格相对最高，市场占有率最高，目前北京同仁堂在安宫牛黄丸中的市场占有率达到 54%，品牌优势凸显。

表 5：安宫牛黄丸竞品对比

品牌	终端售价（元/粒）	天然牛黄	天然麝香	包金衣
同仁堂	860	✓	✓	✓
片仔癀	828	✓	✓	✓
达仁堂	780	✓	✓	✓
广誉远	710	✓	✓	✓
胡余庆堂	470	✓	×	✓
同仁堂	218	×	×	×
胡余庆堂	160	×	×	×

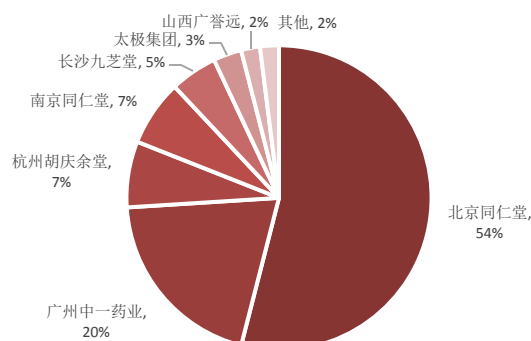
数据来源：阿里健康，西南证券整理

图 13：同仁堂安宫牛黄丸收入



数据来源：米内网，西南证券整理

图 14：安宫牛黄丸市场竞争格局



数据来源：米内网，西南证券整理

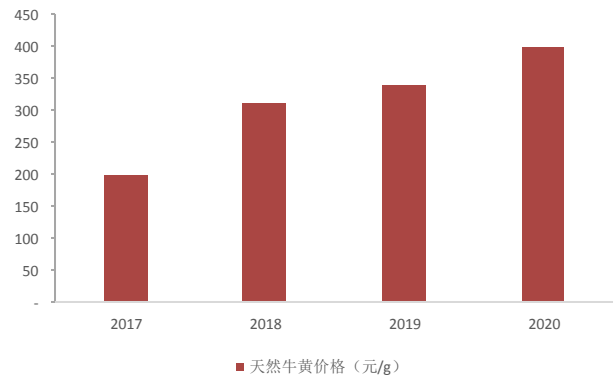
安宫牛黄丸市场需求空间大。根据米内网统计，安宫牛黄丸是 2020 年中国城市零售药店终端心脑血管中成药 TOP20 产品之首，2020 年销售额高达 26.1 亿元，同比增长 8.04%。安宫牛黄丸使用广泛，主要适用中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、护肝保健的人群。根据 2020 年《中国心血管健康与疾病报告》统计，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，2019 年心血管患病人数为 3.30 亿，同比 2018 年提高 13.8%。“双天然”同仁安宫牛黄丸定位高收入人群，高收入人群财富占比份额较高，且保持较快的收入增速，中国前 10% 人群的财富份额占比高达 10%。而且高收入人群过度疲劳的状态较为常见，健康状态较差，心脑血管类、肿瘤类患病几率高出均值，这部分群体保健意识相对更强。伴随人口老龄化加速及消费者保健意愿增强，心脑血管等慢性疾病市场稳健扩容。

“双天然”原材料稀缺推动价涨，同仁堂自有产能加速释放。2002-2021 年，同仁堂安宫牛黄丸价格 CAGR 为 9.82%，受原材料天然麝香与天然牛黄持续涨价影响，2021 年 12 月，同仁安宫牛黄丸终端提价 10% 至 860 元/粒。同仁堂拥有多家药材种植基地，两个

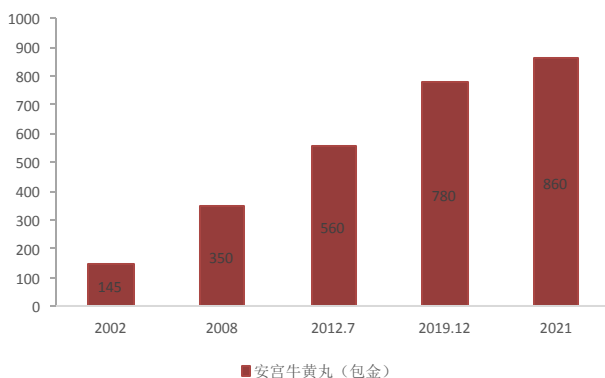
新增产地正式投产（大兴以及唐山厂房）。自有产能释放，为日常生产所需重点原材料提供保障，以有效应对中药材市场的价格波动。自有药材种植基地每年为公司提供近 15% 的原材料，其余部分药材需要外采。在原材料价格大涨的趋势下，同仁堂战略性储备采购，有效调控库存成本。同仁安宫牛黄丸议价能力较高，对应消费群体消费能力较强。本轮提价对终端消费量影响相对有限，客户黏性较高，高收入人群的购买力提升将为同仁堂带来更高的提价空间。

图 15：天然麝香价格变动


数据来源：中药材天地，西南证券整理

图 16：天然牛黄价格变动


数据来源：中药材天地，西南证券整理

图 17：同仁堂安宫牛黄丸提价幅度（2002-2021 年）


数据来源：药智网，西南证券整理

安宫牛黄丸市场空间广阔，同仁安宫牛黄丸量价齐升。根据同仁堂的主要适应症，我们预计全年龄段的脑损伤及脑梗死市场空间分别为 1.6 亿元和 17.8 亿元，婴幼儿肺炎市场规模为 1.1 亿元，全年龄段的重症肝炎市场空间为 11.8 亿元，中老年中风热闭患者市场空间为 20.2 亿元，中老年人养生保健市场空间为 1881.6 亿元，合计 1934 亿元市场。

表 6：安宫牛黄丸各适应症领域市场销售空间

覆盖年龄段	症状	人群数量 (万人)	渗透率	单粒金额	建议服用疗程	空间规模
全年龄段	脑损伤	20	0.2	560	1 粒/天*7 天	1.6 亿元
	脑梗死	65	0.7	560	1 粒/天*7 天	17.8 亿元
婴幼儿	婴幼儿肺炎	1000	0.02	560	1 粒	1.1 亿元
全年龄段	重症肝炎	100	0.3	560	1 粒/天*7 天	11.8 亿元
中老年	中风热闭患者	150	0.8	560	1 粒/天*3 天	20.2 亿元
中老年	中老年人养生保健	5.6	0.05	560	1 粒/天*3 天*4 季	1881.6 亿元

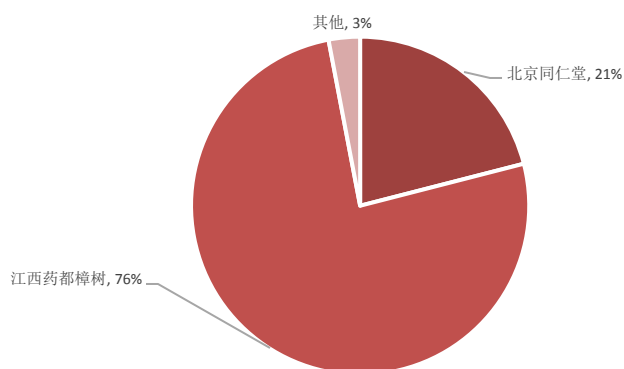
数据来源：西南证券整理

► 同仁大活络丸

同仁大活络丸为北京同仁堂传统名药之一。同仁大活络丸处方中包括有祛风湿药、补气药、养阴药、活血药、芳香化湿药、温化寒痰药和芳香开窍药等 18 大类 50 味药，适用于肝肾不足、气血两亏和风痰阻络所致的四肢麻木、肩背疼痛、语言謇涩或骨关节疼痛、屈伸不利、关节变形等症。

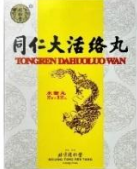
同仁大活络丸对膝骨关节炎疗效明显，是日常家庭储备用药，具有广阔的市场空间。根据 2021 年最新临床实验数据表明，在减轻膝骨关节炎患者疼痛、僵硬，改善活动能力方面，同仁大活络丸疗效明显，且安全性良好，未见明显不良反应。根据米内网统计，2020 年，同仁大活络丸城市零售药店终端销售额为 1 亿元，同比下降 4.46%。膝骨关节炎是多发于中老年患者的一类骨关节炎，在我国骨关节炎患者每年呈逐渐上涨的趋势。随着下游需求逐步释放，同仁大活络丸销售额有望上涨。

大活络丸市场集中度较高，同仁堂占据优势市场份额。江西药都樟树（仁和）占比 76%，北京同仁堂占比 21%。同仁大活络丸品牌影响力较高，分为双人工包金衣大蜜丸、双人工非包金衣水蜜丸两种，产品定价区间不同，覆盖不同消费层次人群。

图 18：大活络丸市场竞争格局


数据来源：米内网，西南证券整理

表 7：大活络丸竞品对比

品牌	药品	终端价格	成分特点	适应症
北京同仁堂		100 元/盒 (3.6g*10 丸/盒)	人工牛黄 人工麝香 包金衣大蜜丸	减轻膝关节炎患者疼痛、僵硬，改善活动能力；在糖尿病周围神经病变、冠心病、心肌梗死等疾病中使用效果良好。
北京同仁堂		166 元/盒 (2g*12 丸/盒)	人工牛黄 人工麝香 非包金衣水蜜丸	
江西药都樟树		32 元/盒 (3.5g*10 丸/盒)	体外培育牛黄 人工麝香 非包金衣大蜜丸	

数据来源：阿里健康，西南证券整理

► 同仁牛黄清心丸

《同仁堂药目》开篇名方，中成药零售市场 TOP20 的独家品种。同仁牛黄清心丸疗效显著，对高血压病、中风前期、中风后遗症，慢性疲劳综合征神经衰弱症状，神经衰弱有显著改善和修复作用。根据米内网统计，2020 年，同仁牛黄清心丸的城市零售药店终端销售额为 1.8 亿元，同比上升 5.95%。同仁牛黄清心丸独家品种优势凸显，在中成药的零售市场中脱颖而出。

“三天然”优质原料优势，独家水蜜丸包金衣工艺。采用“优质天然牛黄、优质天然麝香，优质赛加羚羊角”，三天然原材料极为珍贵，市场独家品种，原料占有绝对优势。工艺精湛，经加包裹金衣的工艺后，强化了坠痰、安神、清热作用，疗效更佳。金包衣工艺定位高端消费人群，对标同仁安宫牛黄丸的品种优势，具备较高的产品技术壁垒。

独家药方具有较高的有效性和安全性，具有自主定价权。北京同仁堂和广誉远的牛黄清心丸市占率领先。广誉远的牛黄清心丸（局方）处方已公开，和《太平惠民和剂局方》药方一致，配方包含朱砂、雄黄两味药对人体有少量毒性危害。北京同仁堂的同仁牛黄清心丸，独家配方高度保密，是由牛黄清心圆方传至清代，又经太医院调整加减为大内使用的宫廷秘方，清代御药房配制时处方传入同仁堂，药物配比高度保密，且去除朱砂、雄黄两味药，同时达到药品疗效和安全性的最大化。

表 8：牛黄清心丸竞品对比

品牌	药名	药品	终端价格	成分特点	适应症
北京同仁堂	同仁牛黄清心丸		180 元/盒 (3g*10 丸/盒)	人工牛黄 人工麝香 羚羊角 包金包衣	益气养血，镇静安神，化痰熄风。用于气血不足，痰热上扰引起：胸中郁热，惊悸虚烦，头目眩晕，中风不语，口眼歪斜，半身不遂。
			890 元/盒 (20g*1 瓶/盒)	天然牛黄 天然麝香 优质赛加羚羊角 包金衣水蜜丸	

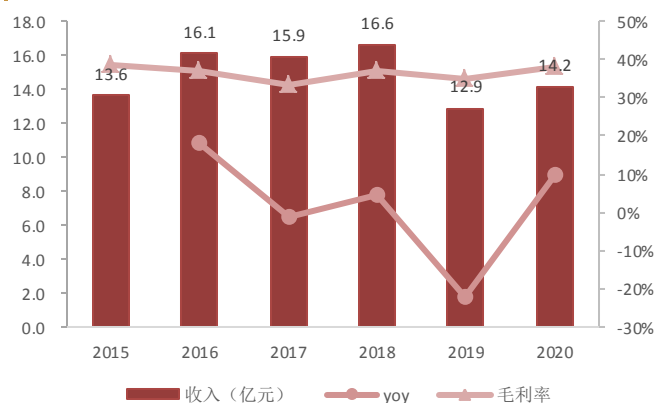
品牌	药名	药品	终端价格	成分特点	适应症
广誉远	牛黄清心丸 (局方)		143 元/盒 (3g*4 丸/盒)	人工牛黄 人工麝香 羚羊角 无金包衣	
			600 元/罐 (3g*3 丸/罐)	天然牛黄 人工麝香 羚羊角 无金包衣	

数据来源：阿里健康，西南证券整理

2.2 补益类：市场需求潜力巨大，补益类中药未来可期

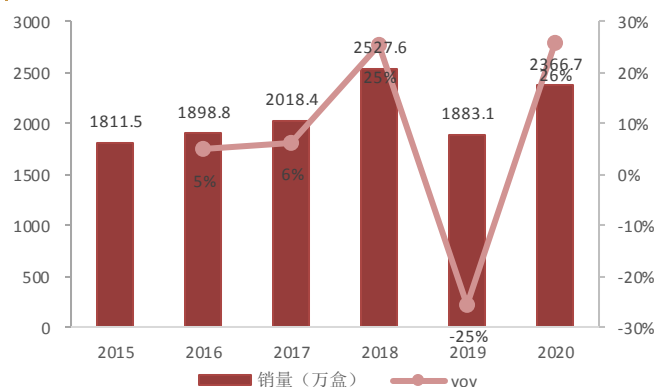
同仁堂科技产能恢复带动补益类收入上涨。2020 年补益类营收 14.15 亿，占总营收的 18%，同比上涨 9.88%；2020 年补益类毛利率 38.31%，相比 2019 年毛利率 34.7%，毛利率提升明显。2020 年，补益类产能端大幅扩产，由于大部分补益类产品由同仁堂科技生产，2020 年，同仁堂科技的两条生产线竣工投产（位于北京市的大兴生产基地、位于河北省的北京同仁堂科技发展(唐山)有限公司），2020 年补益类产品的产量比 2019 年上涨 75.53%。

图 19：补益类产品销售收入、收入增速及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：补益类产品产量、销量、库存及增速（单位：万盒）



数据来源：公司公告，西南证券整理

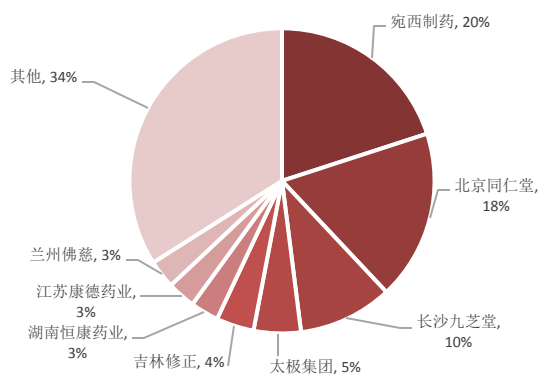
六味地黄丸

六味地黄丸功效市场认可度高，复购率高，市场需求上涨。六味地黄丸主要功效为滋阴补肾，除此之外，还治疗包括慢性鼻炎、轻中度高血压、男子不孕、老年痴呆、糖尿病、白癜风、脱发等合计 40 种病症，六味地黄丸的功效具有多元性。根据世界卫生组织的全球性调查，全世界 75% 的人处于“亚健康”状态，而肾阴亏损是导致亚健康的主要病因之一。随着经济水平的逐步提高，我国年轻人工作压力和生活压力逐步增加，熬夜、焦虑、烟酒的频率增大，这些行为都会导致肾阴亏损。六味地黄丸呈现“年轻化”的市场趋势，受众年龄下降，预计市场存在较大发展空间。

收入大幅提升，市场占有率有提升空间。2020 年公司六味地黄丸销售收入为 4.8 亿元，同比增长 43.5%。市场上拥有六味地黄生产批文的企业众多，据国家药监局数据库，截至

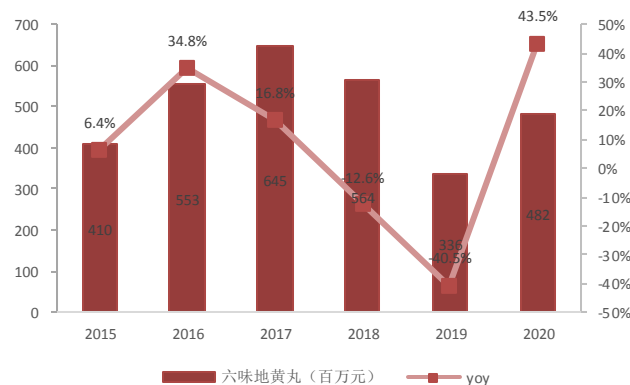
2021 年 2 月,“六味地黄制剂”生产批文共 778 个,市场竞争激烈。市场份额集中在三家头部企业,分别是宛西制药(20%)、北京同仁堂(18%)、长沙九芝堂(10%)。随着公司产能进一步释放,未来有望进一步放量增长,提高市场占有率。

图 21: 六味地黄丸市场竞争格局



数据来源: 米内网, 西南证券整理

图 22: 六味地黄丸销售收入



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

同仁堂六味地黄丸提价空间大, 需求端支撑较强。随着原料药价格的上涨, 中药出现“提价潮”。2022 年 1 月 5 日, 九芝堂向客户正式下发调价通知, 六味地黄丸价格上调 10%。九芝堂本轮提价符合预期, 六味地黄丸的龙头企业有望陆续跟涨。

表 9: 六味地黄丸竞品对比

	药品	终端价格	适应症
北京同仁堂		15.8 元/盒 (120 丸/盒)	滋阴补肾。用于头晕耳鸣, 腰膝酸软, 骨蒸潮热, 盗汗遗精。
宛西制药		30 元/盒 (560 丸/盒)	
长沙九芝堂		48 元/盒 (520 丸/盒)	

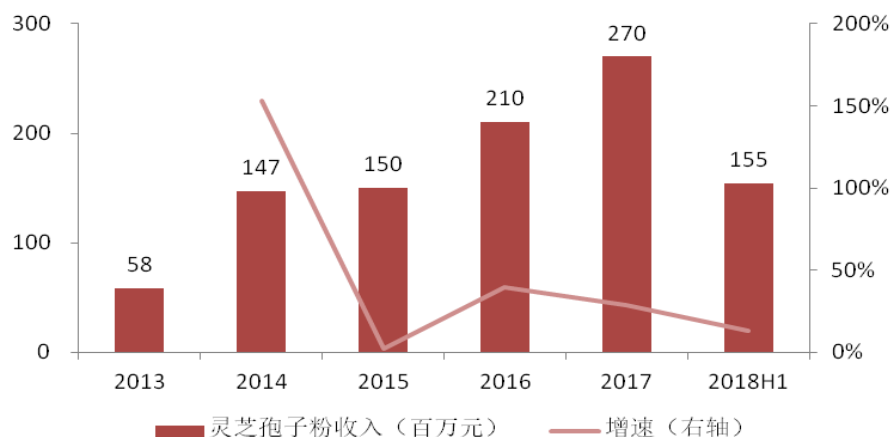
数据来源: 阿里健康, 西南证券整理

➤ 灵芝孢子粉

养生用药破壁灵芝孢子粉胶囊功效明显, 符合新时代需求。破壁灵芝孢子粉是同仁堂国药的王牌产品, 具有增强免疫力的作用。用于年老体虚、体弱多病等各类免疫功能低下人士以及手术或其他治疗后的患者增强体质, 改善症状。产品采用优质赤灵芝孢子粉, 同时使用超低温破壁技术使孢子破壁, 破壁后人体吸收率可提高 45 倍, 功效明显。2020 年疫情影响破壁灵芝孢子粉中国市场销量走高, 消费者更具有养生意识, 产品符合新时代的免疫需求。

深化线上线下双轨销售。为了实现大品种战略计划以新营销撬动市场的潜在需求，同仁堂国药以破壁灵芝孢子粉胶囊为重点培育产品，加强了线上线下媒体的推广力度，扩大品牌的认知群体并提升了市占率。同时制定《免疫力好，健康自然好》的主体广告于香港、新加坡与澳洲进行推广，协助线上线下双轨销售。2017 年收入约为 2.7 亿元，同比增速约为 29%；2018H1 收入约为 1.6 亿元，同比增速约为 16%。该产品销售范围仅限于北京及周边，可比公司为寿仙谷，销售区域为江浙地区。

图 23：同仁堂灵芝孢子粉



数据来源：公司公告，西南证券整理

破壁灵芝孢子粉有效成分含量较高，对口中高端保健人群。同仁堂破壁灵芝孢子粉采用超低温物理破壁技术破壁，灵芝三萜含量为 3%，有效成分含量较高。相较于寿仙谷有效成分略低是因为寿仙谷采用的独家去壁技术，但苦味较为浓郁，不适合部分消费者服用。同仁堂具有强势的品牌效应，公信度较高，产品价格低于寿仙谷但相对高于其他品牌，对口中高端保健消费群体。

表 10：灵芝孢子粉竞品分析

	药品	价格	破壁技术	有效成分含量
北京同仁堂		980 元/盒 (0.35g*90 粒/盒)	第二代破壁技术 (超低温物理破壁)	100g 含灵芝三萜 3.0g
寿仙谷		5100 元/盒 (2g*90 包/盒)	第三代破壁技术 (去壁分离技术)	100g 含粗多糖 8g; 含总三萜 4g
康恩贝		500 元/盒 (3g*30 袋/盒)	第二代破壁技术 (低温物理破壁)	100g 含粗多糖 0.19g; 含总三萜 5.0g

	药品	价格	破壁技术	有效成分含量
修正		398 元/盒 (0.99g*60 袋/盒)	第二代破壁技术 (低温物理破壁)	100g 含粗多糖 0.45g
汤臣倍健		999 元/5 瓶 (0.3g*60 粒/瓶)	第二代破壁技术 (低温物理破壁)	100g 含总三萜 3.1g
芝素堂		238 元/瓶 (0.25g*120 粒/瓶)	第二代破壁技术 (低温物理破壁)	100g 含灵芝三萜 5.5g

数据来源：阿里健康，天猫，西南证券整理

➤ 金匱肾气丸

古方传承，补肾阳药的代表品种。药方来源于汉代张仲景所著的《金匱要略》，结合现代化技术进行增进。按照治疗肾虚症状的不同，补肾药物可以分为补肾阴药、补肾阳药、补肾气药和阴阳双补药，金匱肾气丸主要擅长治疗肾阳虚，和六味地黄丸的治疗肾阴虚形成互补。

市场低集中度，中小型企业竞争者多，同仁堂品牌优势凸显。由于金匱肾气丸药方公开，产品同质化严重，且生产专业化要求程度不高，所以生产金匱肾气丸的企业众多，以中小型企业为主，处于以同仁堂为首，其余分散竞争的市场格局。同仁堂金匱肾气丸终端零售价 13 元/盒（360 丸/盒），相比公司其他品种，毛利较低，但其销量具备长期稳健的规模化增长。

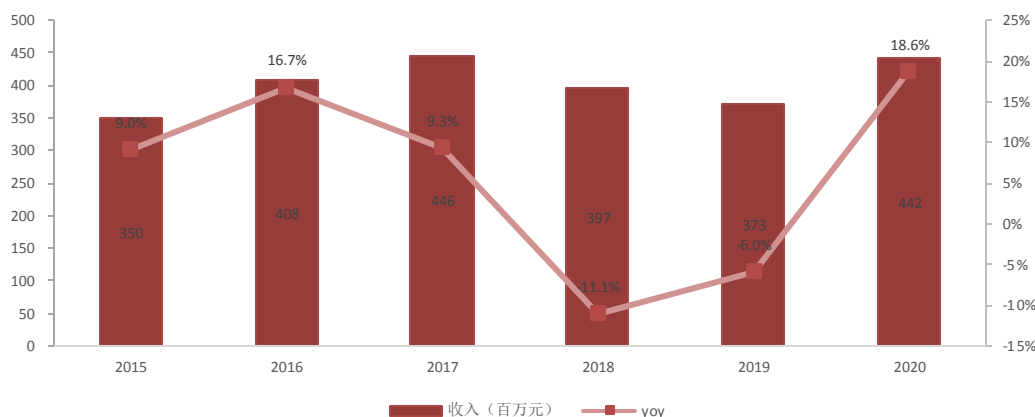
2.3 清热类：有望实现反弹

➤ 牛黄解毒片

牛黄解毒片为同仁堂十大名药之一。牛黄解毒片配方来源于明代王肯堂《证治准绳·类方》菊花通圣散方加减，主要成分为黄连、黄柏、石膏、金银花、薄荷、桔梗、连翘、大黄、黄芩等独特配方，具有清热解毒，散风止痛的作用。适用于用于肺胃蕴热引起：头目眩晕，口鼻生疮，风火牙痛，暴发火眼，咽喉疼痛，耳鸣肿痛，大便秘结，皮肤刺痒等症状。

销售额有所回升，未来有望逐步上涨。2018 年与 2019 年牛黄解毒片销售额有所回落，原因是期间加大同仁堂科技唐山的投运，工业运营成本不断加大带来了生产供应问题且由于白云山等 500 余家企业具有生产批文，市场竞争较为激烈的共同作用下导致。2020 年生产供应稳定，销售额达到 4.42 亿元，同比增长 18.6%，未来有望继续上涨。

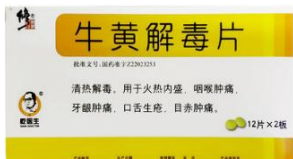
图 24: 牛黄解毒片销售额



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

价格占优且成分安全可靠, 药材丰富。同仁堂科技的京制牛黄解毒片价格相较于其他产商低, 每月服用仅需 56.4 元, 满足大部分消费者消费期望。据文章《牛黄解毒片在临床应用中的分析》中的临床试验表示, 雄黄具有一定毒性, 患者长期服用易引起砷中毒进而引起不良反应, 同仁堂主要成分不含雄黄, 安全性更高, 同时药材较其他产品更为丰富, 有效性更强。

表 11: 牛黄解毒片竞品对比

	药品	价格	月服用费用	主要成分
同仁堂		37.6 元/盒 (0.6g*8 片*10 瓶/盒)	56.4 元	黄连、黄柏、石膏、金银花、薄荷、桔梗、连翘、大黄、黄芩、栀子(姜炙)、菊花、荆芥穗、防风、旋覆花、白芷、川芎、蔓荆子(微炒)、蚕砂、甘草、人工牛黄、冰片。
白云山		19.8 元/盒 (4g*6 瓶/盒)	148.5 元	人工牛黄、雄黄、石膏、大黄、桔梗、冰片、甘草
修正		24 元/盒 (24 片/盒)	180 元-270 元	人工牛黄、雄黄、石膏、大黄、桔梗、冰片、甘草
葵花药业		8 元/盒 (0.25g*24 片/盒)	60 元-90 元	人工牛黄、雄黄、石膏、大黄、桔梗、冰片、甘草

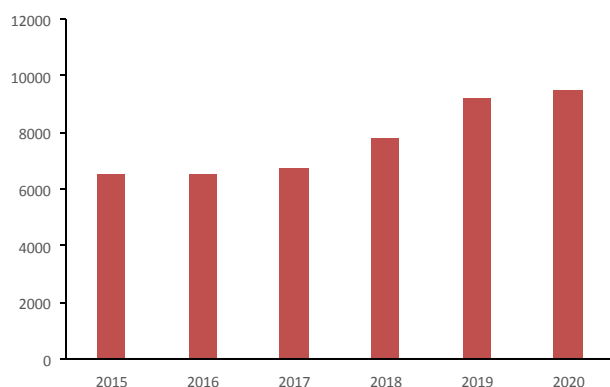
数据来源: 阿里健康, 天猫, 西南证券整理

3 营销改革与渠道变革发力

3.1 以品种为核心，以终端为方向

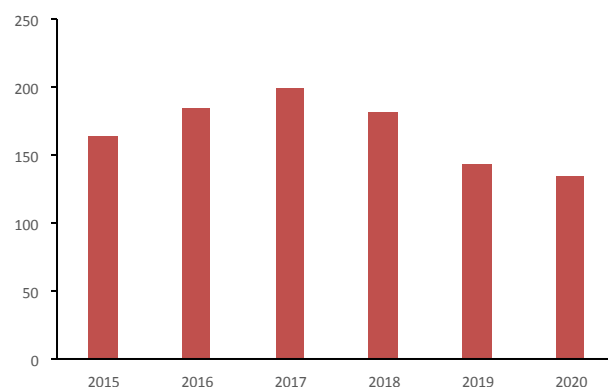
2020 年，同仁堂启动营销模式改革。坚持“以品种为核心，以终端为方向”的营销思路，打造“4+2”经营模式。“4 个事业部”包括品种运营事业部、终端事业部、医疗事业部、药酒事业部；“2 个专项小组”包括大品种专项小组、发展品种专项小组。销售人员数量逐年增长，受疫情影响，人均销售产出下降。2020 年销售人员数达到 9535 人，人均贡献销售收入 134.51 万元。后疫情时代，销售团队有望加速全面落地营销改革。

图 25：公司销售人员情况（单位：人）



数据来源：国家医疗保障局，西南证券整理

图 26：人均销售产出（单位：万元）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

聚焦核心大单品，四大事业部协同发展。同仁堂产品矩阵丰富，但是不同产品的市场占有率差别较大。公司产品布局清晰，将产品划分为大品种、发展品种两大类，进行分类管理。针对同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等大品种，适时采取加大广告投放、线上线下联动等方式，稳固市场占有率为首要目标。针对五子衍宗丸、坤宝丸、调经促孕丸等 18 个重点品种，加强市场管控力度，严肃处理经销商违规行为，确保销售秩序稳定，借鉴大品种的成功营销策略，实施“一品一策”、“一地一策”科学培育，有序拉动销售。

表 12：四大事业部负责工作内容

部门名称	工作内容
品种运营事业部	专注品种分类运作，通过科学计量全面分析，建立了突出大品种、稳固发展品种的专业化运作方案，由大品种和发展品种两个专项小组分类管理。
终端事业部	围绕系内系外两个终端市场精准施策，深入探索品种终端运营新思路。通过评估历史销售情况，遴选重点品种布局区域市场，突出“（外部）平台+（自有）平台”控销优势。
医疗事业部	医疗事业部负责产品在医疗渠道的拓展及运作。密切关注医疗政策变化，持续做好信息维护、资料申报、供应配送等工作；加强与科研团队配合，开展循证医学研究，进一步完善产品学术推广体系。
药酒事业部	药酒事业部开启药酒、食品酒双轮驱动模式，在品质一贯扎实的基础上，充分借助品牌优势，发力酒类市场。对药酒主销区域严管严控，违规经销商一概淘汰，确保责利对等；持续开展药酒科研专题立项，丰富产品临床应用价值，推动科研成果向营销转化；积极探索品牌间合作互动，个性化定制酒业务有序开展，多点发力助力市场培育。

数据来源：公司年报，西南证券整理

差异化精准布局，线上线下加强口碑营销。线上乘互联网之风，借鉴市场成熟经验，通过新媒体渠道推送宣传视频，实现“场景化、多终端、多页面”的应用和展示。线下通过各零售终端的个性化服务，提高客户黏性。线上线下加大广告投放力度，通过 KOL 社群营销，高效精准的在用户群体中口碑宣传，迅速扩大品牌影响力，宣传同仁堂产品以及中药治疗、预防等功效。本轮营销改革红利释放，对同仁堂 2021 年销售业绩贡献显著。

表 13：线上线下营销措施及成果

方式	具体措施	营销成果
线上端	“自有+第三方”销售平台： 推出同仁堂家庭药房，与京东、淘宝等电商平台开展线上业务。	2021 年双十一期间，同仁堂股份全品种销售额超 3000 万，同比增长 31%，42 个电商推广品种总销售额超 1600 万。
	短视频推广： 抖音、今日头条	共合作 14 名医生，11 位头部达人、28 位网红达人。曝光量 3864 万+，互动量 88.2 万+。
	直播平台： 人民日报、京东直播	力邀行业专家做客《人民名医》栏目，多平台同步直播，进行科普宣教，总观看人次达 266.5 万。
	音频平台： 喜马拉雅、蜻蜓 FM	定制专家节目 6 期，KOL 节目植入 9 期。曝光量 1.1 亿+，收听量 530 万+。
	垂类平台： 小红书、美柚、大姨妈、知乎、百度、糖豆	11 个搜索关键词，32 位专家，形成产品内容探讨，共 257 位 KOL 宣传，累计总曝光量 5.6 亿+。
线下端	全国各零售终端： 积极打造特色服务和业务亮点，抓住节庆商机，推出新春贺岁、防暑降温、秋冬进补等多主题、多形式的促销活动。	在全国 16 个城市，以公交地铁站、商场广告位、传统纸媒、小区自助快递柜等 11 种形式推广，形成强势曝光。
	线下体验活动： 携手企业、学校、社区举办中医义诊、用药咨询、脑中风筛查、小小中药师、蜜丸传统手工制作。	切实提升员工的服务水平和消费者的购物体验。

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 27：线上直播平台营销



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 28：线下广告位营销



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 数字化转型赋能，全渠道融合发展

公司统筹推进线上与线下双渠道销售，稳步拓展传统经销商、自有零售终端及互联网市场。公司目前以线下布局经销商渠道为主，以中国华北地区为核心，巩固主销区域，开发空白市场，稳步提升全国各地门店数以及单店销售额。同仁堂以数字化改造带动门店活跃度，再以线下零售大数据开辟线上销售新渠道，数字化运营，赋能公司打通全渠道。

➤ 线下渠道

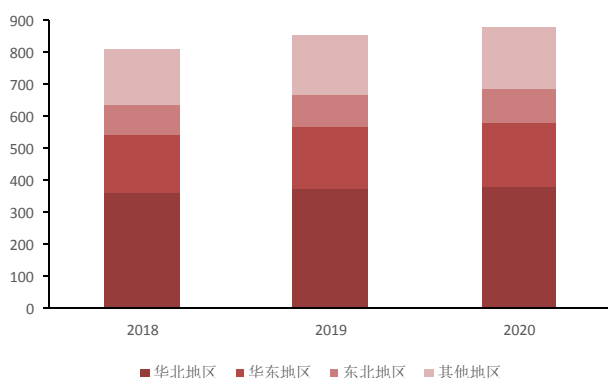
截至 2020 年 12 月 31 日，全国线下同仁堂药店共计 880 家，其中华北地区 380 家，华东地区 200 家，东北地区 108 家。线下门店以经销商为主，部分产品通过下属子公司同仁堂商业的零售药店实现销售。线下门店的销售产品主要分为三类：中西成药及饮片、保健品及食品、医疗器械及其他。2020 年，三类产品对应销售额占比为 77.59%/19.12%/3.29%，其中保健品及食品在线下门店的销售份额提升明显。

数字化门店转型：同仁堂联手研华与 Beabloo 共同开启了从“数字化货架”到“数字化零售”的整体转型升级，并在多家门店落地实施。“数字化货架”运用了 RFID 识别技术、定制化数字标牌和交互屏幕、远程多媒体软件、WiFi 感知技术、人脸识别、以及 ibeacon 等多种物联网手段，提升消费者的线下购物的体验感。同仁堂建立了全新交互式的数字化超市，通过体感技术与 VR 展示技术的完美契合，扫描消费者基本生命体征，为消费者提供“自助消费”的产品建议。

➤ 线上渠道

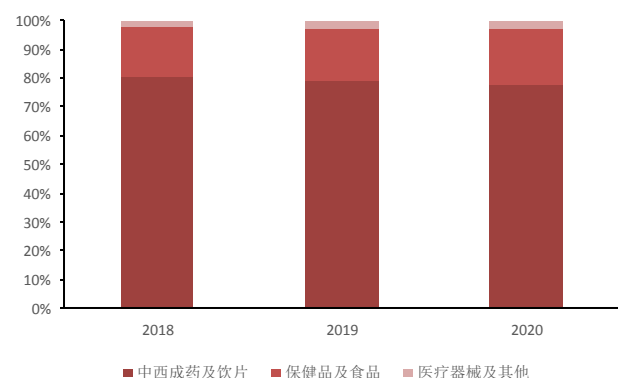
搭乘电商发展增速期，同仁堂积极通过电商渠道扩大市场份额。公司线上通过自有平台以及第三方销售平台（天猫、京东）进行销售，同时通过抖音、今日头条、喜马拉雅、蜻蜓 FM、小红书、美柚、大姨妈、知乎等社交平台，精准定位客户进行宣传，点击率暴增，线上销售额增速亮眼，2021 年双十一全品种销售额超 3000 万，同比增长 31%。

图 29：2018-2020 年同仁堂线下门店布局（单位：家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：同仁堂零售药店按品类结构划分的商品销售占比



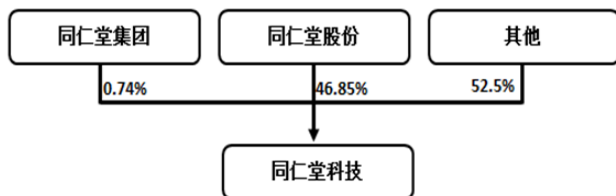
数据来源：公司公告，西南证券整理

4 旗下核心业务平台增长稳健

4.1 同仁堂科技：产能恢复，业绩有望快速反弹

公司持有同仁堂科技（1666.HK）47%的股份，同仁堂科技是同仁堂集团旗下第二大工业平台，2000年在港股上市。同仁堂科技主要专注于生产更能与西药产品竞争抗衡之新剂型产品，主要产品为安宫牛黄丸（单天然）、六味地黄丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒、金匱肾气丸等。除安宫牛黄丸外，同仁堂集团、同仁堂股份及各自之子公司未来不会生产任何与本公司所生产的药品名称相同或同名而剂型不同并会直接与本公司药品竞争之产品。

图 31：同仁堂科技的股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

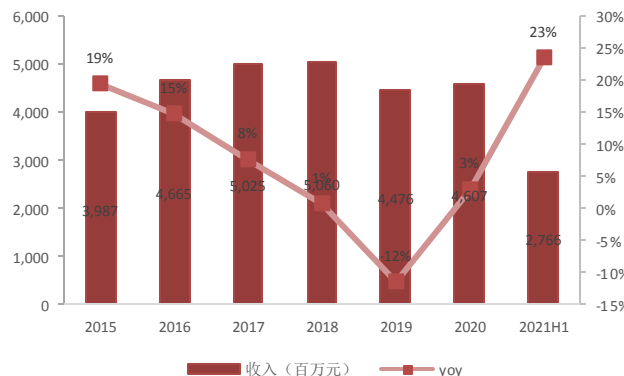
图 32：同仁堂科技的主要核心产品



数据来源：公司公告，西南证券整理

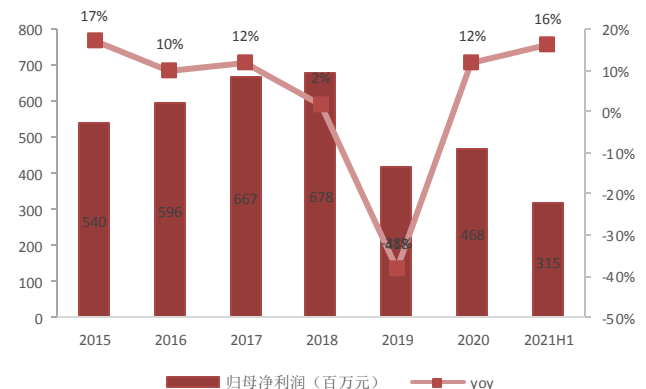
产能逐步释放，业绩快速回暖。2021年上半年同仁堂科技的收入达到27.7亿元，同比增长23%，归母净利润达到3.2亿元，同比增长16%。2019年在历经阿胶、西黄丸等收入下滑，厂房搬迁至大兴和河北唐县两处新建产能基地，新产能将逐步释放业绩。2019年，同仁堂科技公司在大兴和河北玉田分别建设的丸剂、液体制剂项目投用。2021年六味地黄丸、金匱肾气丸、西黄丸等主力品种已迁移至大兴分厂，且新增养血荣筋、骨刺丸等品种的生产，目前分厂可生产的产品种类达到十种。河北唐山引进了国内首条口服液全自动连线，年设计产能可达到1.8亿支。

图 33：同仁堂科技收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：同仁堂科技的利润及增速

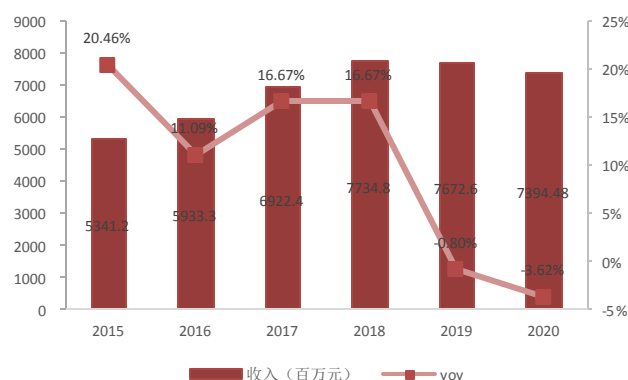


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.2 同仁堂商业投资：药店毛利率高于行业平均水平

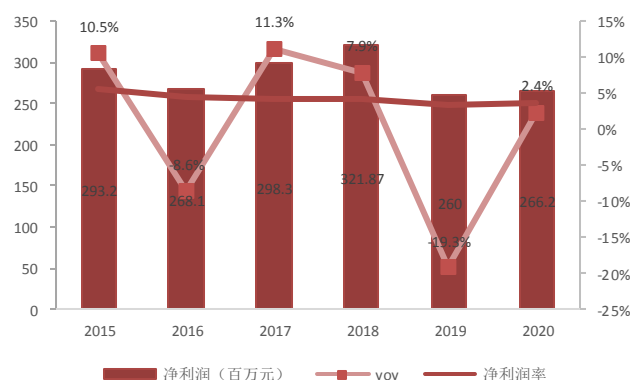
同仁堂商业投资公司是同仁堂旗下药店管理平台。2020 年收入达到 74 亿元，净利润达到 2.7 亿元，净利润率达到了 3.6%。同仁堂商业坚持“名店、名药、名药”的发展策略，2020 年底一共有 880 家药店，2021 年上半年接近 900 家药店。毛利率水平与一心堂、大参林等连锁龙头药店的毛利率接近。同仁堂商业在 2019 年运营整改和 2020 年疫情冲击后，公司优化激励机制，推动传统药店转型升级和创新经营，迎来经营质量的全面恢复。2021 年上半年实现营业收入 43.6 亿元，同比上升 29%，营业利润 2.5 亿元，同比上升 86.6%。

图 35：同仁堂商业收入及增速



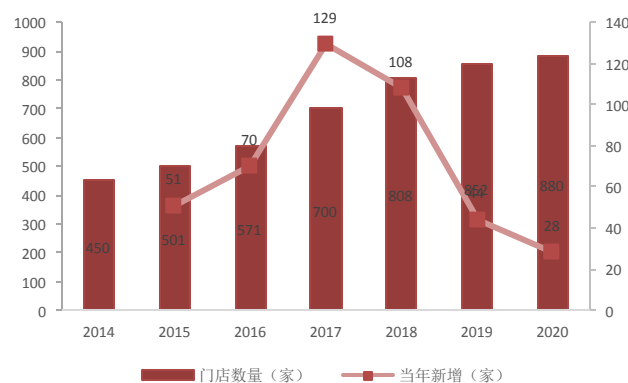
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 36：同仁堂商业净利润及增速



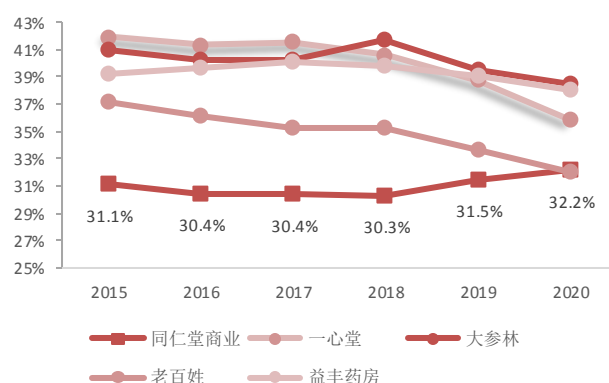
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：同仁堂商业药店数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：同仁堂商业与同行业药店的毛利率水平

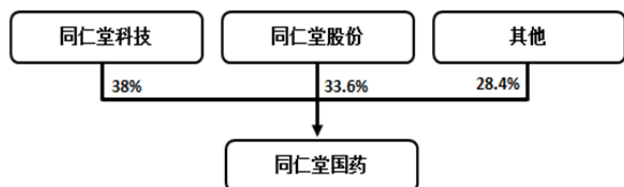


数据来源：公司公告，西南证券整理

4.3 同仁堂国药：海外销售业务回暖

同仁堂国药为集团的海外发展平台，2013 年在香港上市。主要在香港、澳门及中国以外市场经营中药产品的生产、零售及批发业务。自 2004 年成立至今，不断发展壮大，就涵盖区域数目而言，公司已发展成为中国以外最大的中药产品连锁店。主要业务范围分为零售和批发，其中零售业务中安宫主要在香港销售、灵芝孢子粉主要在内地销售。批发：公司从事同仁堂系列产品及其他品牌中成药的批发业务。特许权费及代理费收入为同仁堂股份和同仁堂科技产品的海外销售提供代理业务。

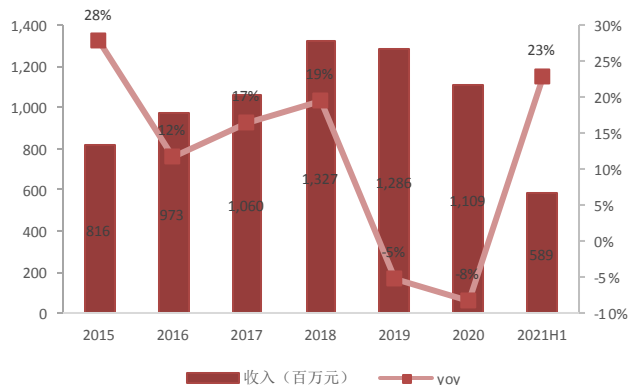
图 39: 同仁堂国药的股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

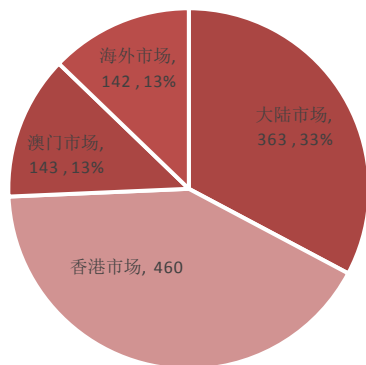
疫情影响消退, 海外业务快速反弹。2020 年和 2021 年收入和利润端均受到海外疫情影响, 海外销售业务略有下滑, 2021H1 实现快速反弹, 2021H1 收入 5.9 亿元, 同比增长 23%, 利润端同样实现快速反弹。其中主要是由于海外业务增速较快, 2021H1 香港收入 2.5 亿元 (+6.5%), 海外业务收入 2 亿元 (+81%), 大陆 1.3 亿元 (+6.3%)。

图 41: 同仁堂国药的收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 43: 同仁堂国药的收入构成



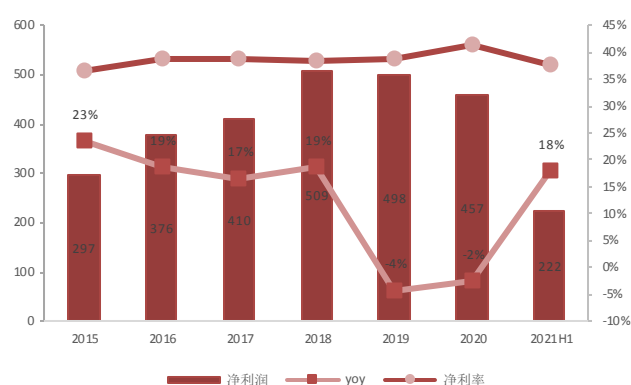
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 40: 全国居民人均医疗保健支出及增速 (单位: 元)



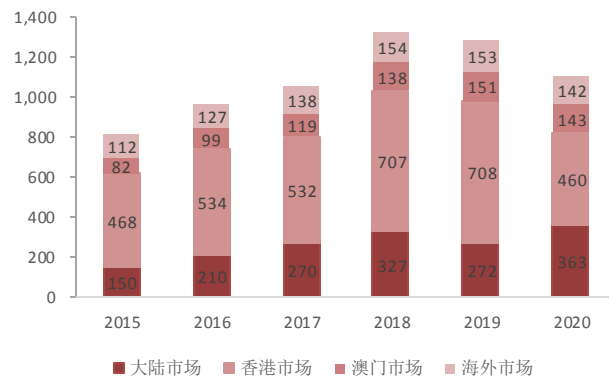
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 42: 同仁堂国药的净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 同仁堂国药的收入构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 中药行业：品牌竞争与演化，同仁堂量价齐升

5.1 价的演变：中药提价趋势凸显

1) **消费升级红利释放，助力中药价格提价。**随着人均可支配收入的稳步增长，从数据看，居民对于医疗保健的支付能力有着明显的提升，2013-2020 年，人均医疗保健支出年复合增长率（10.57%）远超人均可支配收入年复合增长率（8.39%）。

图 45：全国居民人均可支配收入及增速（单位：元）



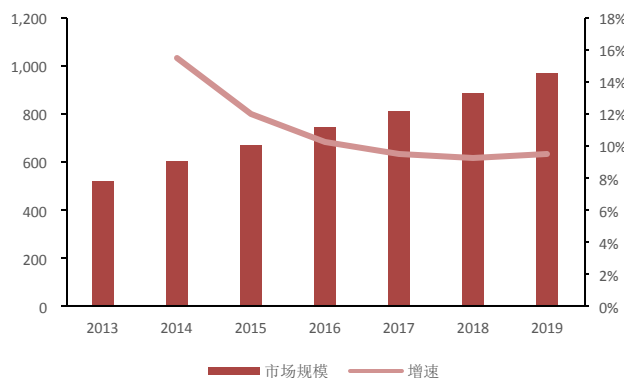
数据来源：药智网，西南证券整理

图 46：全国居民人均医疗保健支出及增速（单位：元）



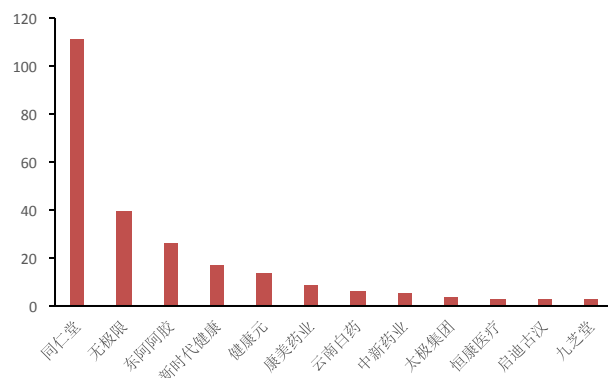
数据来源：药智网，西南证券整理

图 47：2013-2019 年中国中药保健品市场规模（亿元）



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 48：截至 2020 年 9 月中国中药保健品行业市场参与者产品注册数量（单位：种）



数据来源：国家食品药品监督管理总局，西南证券整理

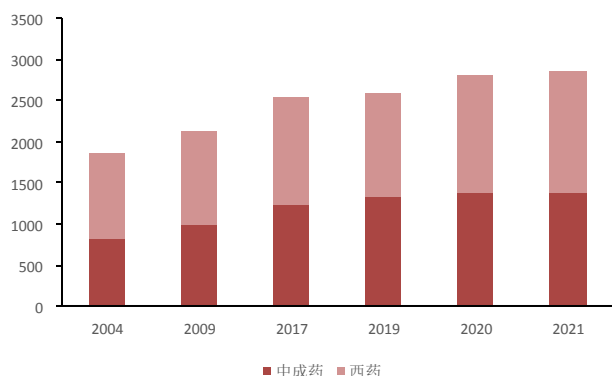
2) **2021 年国家政策频出，利好中医药发展。**国家从体制建设完善、加强药品监管、品类研究推进、中西医结合、拓展出口路径、提升互联网平台建设、加强渠道布局等多个方面发布政策，为我国中医药的发展提供了良好的市场环境。

医保控费下，中药价格凸显较强韧性。2021 年 12 月 30 日，国家医疗保障局、国家中医药管理局最新出台的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，明确指出“优先将国家发布的中医优势病种纳入按病种付费范围。中医医疗机构可暂不实行 DRG 付费，对已经实行 DRG 和按病种分值付费的地区，适当提高中医医疗机构、中医病种的系数和分值，充分体现中医药服务特点和优势”，该政策充分表明了政府对中药行业发展的信心，

给短期内的中药价格注入了一剂“加强针”，未来龙头品牌和技术壁垒强的独家品种有望乘政策之风快速发展。

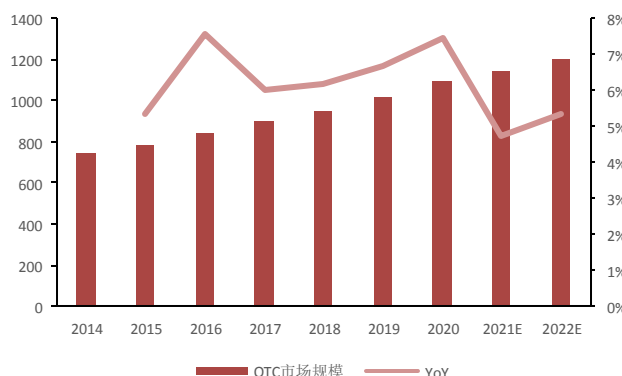
医药集采下，中药量增和价减的博弈。近年来，连续开展了 6 批国家组织药品集中带量采购，中选药品平均降价 53%。短期来看，品牌中药 OTC 具备消费属性，进入医保目录品种较少，主要销售渠道在零售端而非公立医疗机构，集采政策影响不大，具备一定集采避险属性。长期来看，未来会有更多中药品种纳入集采范围，部分中药价格承压，利润空间受到一定影响，降价会刺激下游需求的加速释放，量价博弈将会是每个药企面临的挑战。在集采扩围的趋势下，未来品牌力和独家品种技术壁垒将成为中药行业的重要竞争点。

图 49：2004-2021 年医保目录纳入品种数量变化（单位：种）



数据来源：国家医疗保障局，西南证券整理

图 50：2014-2020 年中国非处方药市场规模（单位：亿元）



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

表 14：2021 年中药行业相关政策梳理

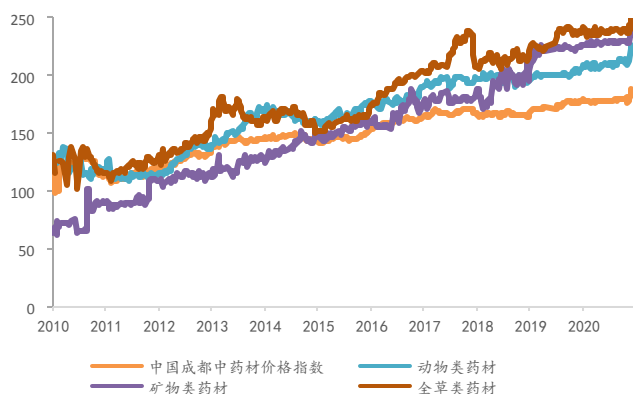
日期	发布机构	政策	观点
2021.12	国家医疗保障局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。将经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估。充分利用“双通道”药品管理机制，将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店，更好地保障参保群众用药需求。
2021.11	食品安全标准与监测评估司	《按照传统既是食品又是中药材的物质目录管理规定》	食药物质定义范围、安全性评价程序和要求、风险监测和动态管理制度。
2021.08	国家药品监督管理局药品审评中心	《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（试行）》	内容主要包括药材研究、饮片研究、基准样品研究、制剂生产研究、制剂质量和质量标准研究、相关性研究、稳定性研究等方面。
2021.05	商务部、国家中医药管理局	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	从完善体制机制、创新支持政策、提升便利化水平、拓展国际合作空间、加强人才培养和激励五个方面提出 18 条具体政策措施，着力完善发展环境，形成部门政策合力，支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易，推动中医药服务走向世界。
2021.05	国务院	《关于全面加强药品监管能力建设的实施意见》	完善法规和标准体系建设；提高审评能力，优化审评机制；完善检查执法体系和办案机制，强化部门协同；提高检验检测能力，完善应急管理体系；完善信息化追溯体系，提升“互联网+药品监管”应用服务水平。
2021.03	十三届全国人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	坚持中西医并重和优势互补，大力发展中医药事业。健全中医药服务体系，发挥中医药在疾病预防、治疗、康复中的独特优势。强化中药质量监管，促进中药质量提升。
2021.02	国家药监局、国家中	《关于结束中药配方颗粒试点	中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。中药配方颗粒实施备

日期	发布机构	政策	观点
	医药局、国家卫生健康委、国家医保局	工作的公告》	案管理，不实施批准文号管理，在上市前报所在地省级药监管理部门备案。
2021.01	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从夯实中医药人才基础、提高中药产业发展活力、增强中医药发展动力、完善中西医结合制度、实施中医药发展重大工程、提升中医药发展效益、营造中医药发展的良好环境等七方面提出 28 条政策措施。
2021.01	国务院	《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》	完善以市场为主导的药品价格形成机制，发挥医保基金战略性购买作用，推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展，健全政府组织、联盟采购、平台操作的工作机制，引导药品价格回归合理水平，有力减轻群众用药负担，促进医药行业健康发展，推动公立医疗机构改革，更好保障人民群众病有所医。

数据来源：国务院，药监局，医保局，卫健委，商务部，西南证券整理

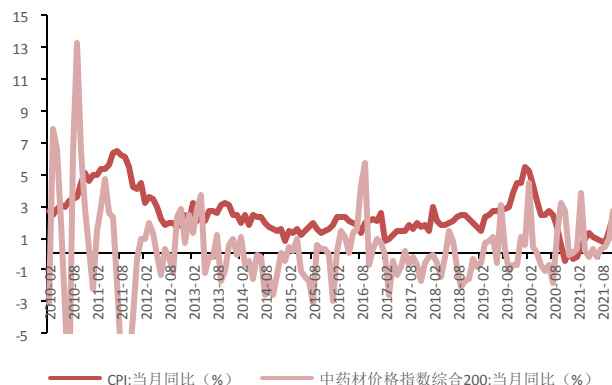
3) 上游成本带来下游终端产品提价。2020 年下半年开始，中药材进入普涨阶段，中药材涨价让下游产业业绩承压，带动各类中药产品价格上调。原材料价格上涨原因，主要是供给增速显著低于需求增速，原材料供需紧张加剧，具体分析如下：1) 2020 年新冠疫情影响种植进度；2) 2020-2021 年，极端天气如暴雨洪水等灾害频发，产地药材受损；3) 天然野生资源日趋稀缺，动物源药材供给有限。

图 51：中国成都中药价格指数



数据来源：药智网，西南证券整理

图 52：CPI 和中药价格综合 200 指数增速对比

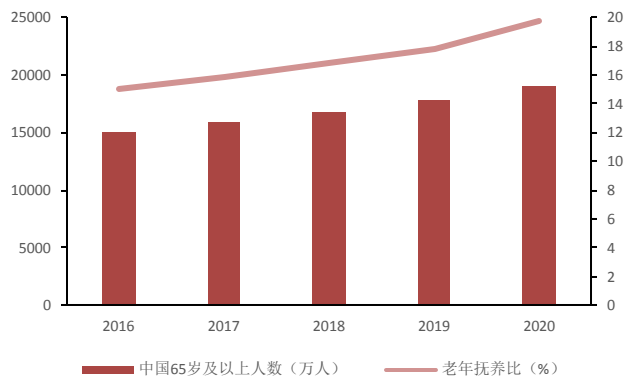


数据来源：药智网，西南证券整理

5.2 量的演变：下游需求释放，市场前景广阔

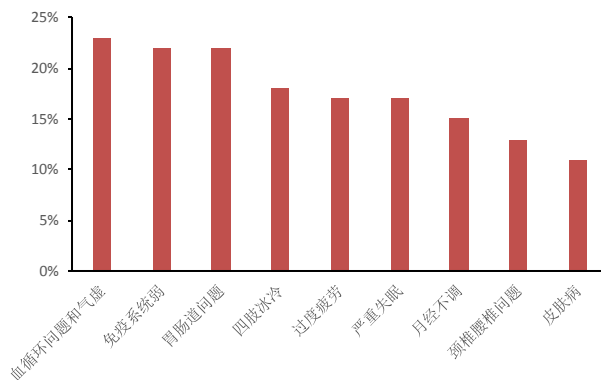
1) 老龄化趋势明显，医疗需求持续增加。根据 2020 年最新人口普查数据，0-14 岁、16-64 岁、65 岁及以上分别占比 17.95%、68.55%、13.5%。相比 2010 年人口普查，65 岁及以上的人数占比提高 4.63 个百分点。根据《中国心血管健康与疾病报告 2020》，随着人口老龄化的加速，居民不健康生活方式日益突出，心血管病、冠心病、脑血管病等中老年人常见疾病患病率逐年上涨，心脑血管疾病成为人口死亡的主要原因。中药在老年慢性疾病的治疗中具备显著优势，中药需求端存在较强支撑。

图 53: 中国老龄化趋势明显 (2016-2020)



数据来源: 统计年鉴, 西南证券整理

图 54: 2020 年消费者购买中药原因统计



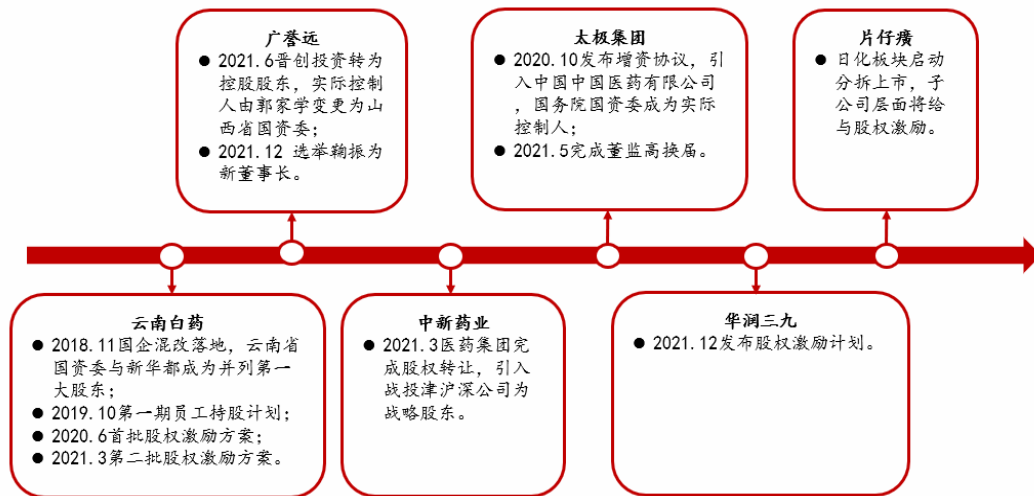
数据来源: CBNDdata, 西南证券整理

2) 中药保健需求上涨, 中药“治未病”优势凸显。随着人均可支配收入的稳步提升, 中医药的快速发展, 人们的消费意识的升级, 相对于病发后治疗, 人们更倾向于保健预防。中药保健品消费者的年龄在逐步下沉, 逐步呈现“年轻态”。保健意识提升趋势明显, 中药保健品市场规模呈现双位数的高速增长。其中, 同仁堂作为中国中药保健品行业市场参与者产品注册数量最多的公司, 在中药保健品未来的增量市场上, 占据先发优势。

5.3 国企混改, 势在必行

同仁堂体制僵化, 发展动力不足, 预期国企混改加速落地。目前公司尚未发布员工持股计划, 以及股权激励计划。2022 年, 进入国资委颁布的《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》的收官之年, 回顾国企改革纵深推进的两年, 截至 2021 年底, 已全面完成既定目标任务, 国企改革重点领域和关键环节取得突破性进展, 企业发展活力动力不断激发。2021 年, 云南白药、广誉远、中新药业、太极集团、华润三九、片仔癀相继落实国企混改, 大幅提高员工积极性。随着中药行业国企混改的加速落地, 未来同仁堂有望启动混改。

图 55: 中药行业国企混改历程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

6 盈利预测

关键假设:

公司业务收入分为医药工业、医药商业、药品、内部抵消四个部分。

• 医药工业板块

按照产品功能，具体拆分为心脑血管类、补益类、清热类、妇科类以及其他。

1) 心脑血管类：考虑到 2021 年安宫牛黄丸提价 10%，毛利率长期稳定在高水位。我们预测心脑血管类 2021-2023 年收入为 36/43/52 亿元，同增 20%/20%/20%；对应毛利率分别为 59.5%/60%/60%。

2) 补益类：考虑到补益类产品营收及毛利率增速长期向好。我们预测补益类 2021-2023 年收入为 18/22/28 亿元，同增 25%/25%/25%；对应毛利率分别为 39%/40%/40%。

3) 清热类：考虑到清热类产品受疫情影响较大，增速缓慢，毛利率略有下降。我们预测清热类 2021-2023 年收入为 5.7/6.6/7.6 亿元，同增 15%/15%/15%；对应毛利率分别为 29%/28%/28%。

4) 妇科类：考虑到妇科类产品受疫情影响处于下跌趋势，后疫情时代营收将缓慢复苏。我们预测妇科类 2021-2023 年收入同比增速 15%/15%/15%；对应毛利率分别为 29%/28%/28%。

5) 其他：营收增速及毛利率保持稳定。我们预测其他 2021-2023 年收入同比增速为 20%/20%/20%；毛利率维持在 45%。

• 医药商业板块

预测 2021-2023 年收入增速为 15%/12%/10%，对应毛利率为 32%/31.5%/31%。

• 药品

预测 2021-2023 年收入增速为 5%/5%/5%，对应毛利率为 7%/7%/7%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本拆分如下表：

表 15：拆分业务收入及毛利率

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
I. 医药工业	营业收入	765,262.72	921,366.03	1,109,855.36	1,337,559.64
	YoY	1.62%	20.40%	20.46%	20.52%
	毛利率	47.09%	47.91%	48.22%	48.23%
1) 心脑血管类	收入	300,390.07	360,468.08	432,561.70	519,074.04
	YoY	-1.16%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	59.58%	59.50%	60.00%	60.00%
2) 补益类	收入	141,547.10	176,933.88	221,167.34	276,459.18
	YoY	9.88%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	38.31%	39.00%	40.00%	40.00%
3) 清热类	收入	49,860.03	57,339.03	65,939.89	75,830.87

单位：万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	YoY	-2.18%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	30.70%	29.00%	28.00%	28.00%
	收入	30,671.69	35,272.44	40,563.31	46,647.81
4)妇科类	YoY	-0.92%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	29.72%	29.00%	28.00%	28.00%
	收入	242,793.83	291,352.60	349,623.12	419,547.74
5)其他	YoY	1.83%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	42.31%	45.00%	45.00%	45.00%
	收入	731626.5	841370.48	942334.93	1036568.43
II.医药商业	营业收入	731626.5	841370.48	942334.93	1036568.43
	YoY	-2.72%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	32.16%	32.00%	31.50%	31.00%
III.药品	营业收入	7608.06	7988.46	8387.89	8807.28
	YoY	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	7.21%	7.00%	7.00%	7.00%
IV.内部抵销	营业收入	-231955.16	-243552.92	-255730.56	-268517.09
	YoY	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	0.13%	0.10%	0.10%	0.10%
汇总	营业总收入	1,282,587.91	1,527,172.05	1,804,847.61	2,114,418.25
	YoY	-3.40%	19.07%	18.18%	17.15%
	毛利率	47.04%	46.56%	46.12%	45.72%

数据来源: Wind, 西南证券

同仁堂是一家百年传承的中药行业龙头公司。具备 4 大核心亮点：1) 同仁堂强大的品牌势能和丰富的产品矩阵；2) 核心品种安东牛黄丸提价，驱动未来业绩上行；3) 管理层重大变更，预期启动国企混改；4) 营销改革红利释放，产品渠道齐发力。综合以上假设测算，我们预计 2021-2023 年营收为 153/180/211 亿元，同增 19%/18%/17%；预计 2021-2023 年归母净利润为 14/17/22 亿元，同增 36%/23%/26%，对应 PE 估值为 46/37/29 倍。

7 风险提示

原材料波动风险，医药行业政策变化风险，全球疫情不确定风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12825.88	15271.72	18048.48	21144.18	净利润	1616.36	2004.36	2328.61	2776.27
营业成本	6792.07	8161.69	9725.25	11476.15	折旧与摊销	425.10	613.78	622.93	628.33
营业税金及附加	136.84	163.41	193.12	226.24	财务费用	-35.94	26.97	18.59	21.46
销售费用	2473.22	2901.63	3429.21	4017.39	资产减值损失	-112.68	80.00	80.00	80.00
管理费用	1235.71	1466.09	1732.65	1902.98	经营营运资本变动	112.45	-1186.09	-964.11	-1077.76
财务费用	-35.94	26.97	18.59	21.46	其他	169.34	-112.00	-72.28	-81.86
资产减值损失	-112.68	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	2174.63	1427.02	2013.75	2346.45
投资收益	0.60	2.00	2.00	2.00	资本支出	-379.52	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-581.34	52.00	52.00	52.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-960.86	12.00	12.00	12.00
营业利润	2004.52	2473.94	2871.65	3421.96	短期借款	218.38	-423.75	0.00	0.00
其他非经营损益	-21.60	-15.03	-14.96	-16.09	长期借款	68.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	1982.92	2458.91	2856.69	3405.86	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	366.55	454.54	528.08	629.59	支付股利	-356.58	-373.23	-508.17	-625.50
净利润	1616.36	2004.36	2328.61	2776.27	其他	-369.71	-852.88	-18.59	-21.46
少数股东损益	584.92	600.00	600.00	600.00	筹资活动现金流净额	-438.93	-1649.86	-526.76	-646.96
归属母公司股东净利润	1031.44	1404.36	1728.61	2176.27	现金流量净额	678.92	-210.84	1498.98	1711.48
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8349.45	8138.61	9637.59	11349.08	成长能力				
应收和预付款项	1745.34	2099.16	2488.26	2909.63	销售收入增长率	-3.40%	19.07%	18.18%	17.15%
存货	6060.57	7370.17	8821.25	10456.93	营业利润增长率	1.85%	23.42%	16.08%	19.16%
其他流动资产	371.54	171.42	202.31	236.75	净利润增长率	3.51%	24.00%	16.18%	19.22%
长期股权投资	15.03	15.03	15.03	15.03	EBITDA 增长率	5.65%	30.12%	12.79%	15.90%
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	4209.26	3669.65	3120.90	2566.74	毛利率	47.04%	46.56%	46.12%	45.72%
无形资产和开发支出	686.27	670.44	654.61	638.78	三费率	28.64%	28.78%	28.70%	28.10%
其他非流动资产	400.05	381.71	363.38	345.04	净利率	12.60%	13.12%	12.90%	13.13%
资产总计	21837.51	22516.20	25303.32	28517.97	ROE	10.40%	11.63%	12.19%	13.03%
短期借款	423.75	0.00	0.00	0.00	ROA	7.40%	8.90%	9.20%	9.74%
应付和预收款项	3394.17	3875.39	4654.49	5514.32	ROIC	16.28%	19.54%	21.00%	23.46%
长期借款	483.23	483.23	483.23	483.23	EBITDA/销售收入	18.66%	20.40%	19.47%	19.26%
其他负债	1989.96	927.66	1065.24	1219.30	营运能力				
负债合计	6291.11	5286.28	6202.95	7216.84	总资产周转率	0.60	0.69	0.75	0.79
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	3.23	3.96	5.36	7.47
资本公积	2006.50	2006.50	2006.50	2006.50	应收账款周转率	10.92	12.23	12.16	12.10
留存收益	6455.99	7487.12	8707.56	10258.33	存货周转率	1.08	1.17	1.16	1.16
归属母公司股东权益	9831.57	10865.09	12085.53	13636.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.15%	—	—	—
少数股东权益	5714.83	6364.83	7014.83	7664.83	资本结构				
股东权益合计	15546.40	17229.92	19100.36	21301.13	资产负债率	28.81%	23.48%	24.51%	25.31%
负债和股东权益合计	21837.51	22516.20	25303.32	28517.97	带息债务/总负债	14.42%	9.14%	7.79%	6.70%
					流动比率	2.95	3.87	3.84	3.82
					速动比率	1.87	2.27	2.24	2.22
					股利支付率	34.57%	26.58%	29.40%	28.74%
					每股指标				
					每股收益	0.75	1.02	1.26	1.59
					每股净资产	11.34	12.56	13.93	15.53
					每股经营现金	1.59	1.04	1.47	1.71
					每股股利	0.26	0.27	0.37	0.46
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2393.68	3114.69	3513.17	4071.75					
PE	62.08	45.60	37.04	29.42					
PB	4.12	3.72	3.35	3.01					
PS	4.99	4.19	3.55	3.03					
EV/EBITDA	23.90	18.03	15.56	13.00					
股息率	0.56%	0.58%	0.79%	0.98%					

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
持有：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 指数涨幅介于-20%与 10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn