

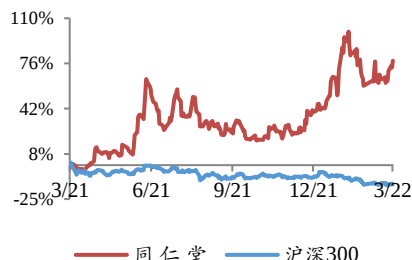
历史铸就品牌，改革焕发新生

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-03-02

收盘价（元）	46.81
近 12 个月最高/最低（元）	52.56/25.30
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）	642
流通市值（亿元）	642

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

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 三百五十余年铸就大品牌

同仁堂品牌始创于 1669 年(清康熙八年)，至今已有 352 年历史，是首批中华老字号企业。在最新的《2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》中，同仁堂更是以满分位列榜首，凸显其自身的品牌价值。同仁堂股份隶属与同仁堂（集团），也直接或间接控股集团旗下的两家港股上市公司（同仁堂科技、同仁堂国药），三家上市公司分别覆盖传统剂型、现代剂型和海外销售，共同打造同仁堂老字号品牌。

公司 2021 年完成核心管理层改革，原公司总经理邱淑兵接任董事长。董事长邱淑兵曾历任公司各项业务部门，经验丰富，其余核心管理团队也都是业务出身，有能力推进公司业务的进一步向好发展。并且也正是在 2021 年公司迎来业绩回升，2021 年前三季度公司实现营业收入 106.83 亿元，同比增长 18.00%；归母净利润 9.2 亿元，同比增长 28.67%。

● 安宫牛黄丸绝对龙头，大品种战略深扎市场

安宫牛黄丸一直是传统中药中的知名品种，而同仁堂在众多竞争企业中是绝对的龙头，2019 年占据市场份额高达 74.5%。并且公司对安宫牛黄丸定价权掌握十足，近 20 年来同仁堂三次公开调整安宫牛黄丸的售价，最近一次是在 2021 年底，安宫牛黄丸(3 克*丸/盒)的销售价格从 780 元提至 860 元，涨幅约为 10%。随着需求的不断提升和中药材成本的渠道，我们认为同仁堂安宫牛黄丸预计未来仍有持续的提价空间。

公司产品数量丰富，拥有 400+个常年生产中成药品种，27+种中成药产品剂型。并且紧密围绕大品种战略，前五大产品销售持续回暖，2021 年上半年，公司销售前五名的品种实现收入 22.37 亿元，同比增长 22.84%。

● 利空因素逐步消除，营销改革成效显著

一方面利空因素消除。2019 年和 2020 年公司经历了一段时间的阵痛期，但现在已经逐步消除。1.蜂蜜门事件影响消除，公司处理及时有效；2.疫情影响逐步消化。2020 年上半年疫情下公司工业和商业两大板块都受到冲击，随着疫情的常态化，公司经营产能问题得到解决。经营影响逐步消除，2020 年实现归母净利润 10.31 亿元，同比增长 4.67%。3.产能问题得到解决。2020 年子公司同仁堂科技位于大兴生产基地及唐山基地正式投产，部分产品生产供应压力逐渐得到缓解。

另一方面营销改革成效显著。公司销售团队于 2020 年启动营销改革，继续坚持“以品种运作为核心，以终端工作为方向”的指导思想，通过打造“4+2”（四个事业部加两个专项小组）经营模式。此举缩减了经销商层级合理分配渠道利润，又直通了终端药店提升药店销售积极性。改革以来，2020 年第三季度同比增速转正，并一直延续增长，2021 年前三季度分别同比增长 22%/23%/9%，公司营收逐季度向好。

● 投资建议

我们预计，公司 2021~2023 年收入分别 150.0/173.2/197.1 亿元，分别同比增长 16.9%/15.5%/13.8%，归母净利润分别为 13.0/15.2/17.5 亿元，分别同比增长 26.0%/17.3%/14.6%，对应 2021~2023 年 EPS 为 0.95/1.11/1.27 元，对应估值为 49X/42X/37X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	12826	14995	17316	19707
收入同比 (%)	-3.4%	16.9%	15.5%	13.8%
归属母公司净利润	1031	1299	1524	1746
净利润同比 (%)	4.7%	26.0%	17.3%	14.6%
毛利率 (%)	47.0%	47.4%	47.8%	48.4%
ROE (%)	10.5%	11.7%	12.0%	12.1%
每股收益 (元)	0.75	0.95	1.11	1.27
P/E	31.78	49.42	42.13	36.77
P/B	3.33	5.77	5.07	4.46
EV/EBITDA	10.73	15.15	12.89	10.87

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 三百五十余年老字号，最具历史文化底蕴的品牌	5
2 金字招牌焕发新活力	11
2.1 安宫牛黄丸绝对龙头，大品种战略深扎市场.....	11
2.2 利空因素逐步消除	13
2.3 营销改革成效显著，新渠道表现亮眼	14
3 盈利预测与投资建议	16
3.1 盈利预测	16
3.2 投资建议	17
风险提示:	18
财务报表与盈利预测	19

图表目录

图表 1 同仁堂品牌发展历程	5
图表 2 2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜 TOP10	6
图表 3 同仁堂股份公司	6
图表 4 同仁堂股份股权结构	7
图表 5 公司核心管理层履历	7
图表 6 公司营业收入变化	9
图表 7 公司归母净利润变化	9
图表 8 公司毛利率与净利率变化	9
图表 9 公司各项费用率情况	9
图表 10 2015-2020 年同仁堂科技收入及利润	10
图表 11 2015-2020 年同仁堂国药收入及利润	10
图表 12 2013-2020 同仁堂商业收入及增速	10
图表 13 同仁堂药店单店收入高于其他上市连锁药店（2020 年）	11
图表 14 近年中国城市实体药店终端安宫牛黄丸销售情况（亿元）	12
图表 15 2019 年安宫牛黄丸竞争格局	12
图表 16 公司前五大主要品种	12
图表 17 同仁堂生产基地	14
图表 18 公司 2021 年季度营收情况	15
图表 19 公司预测汇总	16
图表 20 上市公司估值对比	16

1 三百五十余年老字号，最具历史文化底蕴的品牌

同仁堂品牌始创于 1669 年(清康熙八年)，至今已有 352 年历史，自 1723 年(清雍正元年)为清宫供御药。同仁堂集团作为首批中华老字号企业，1992 年中国北京同仁堂集团公司组建并于 2001 年改制为国有独资公司，1997 年旗下同仁堂股份在上海上交所上市，2000 年同仁堂科技在香港联交所上市，2013 年同仁堂国药在香港联交所上市。

图表 1 同仁堂品牌发展历程

1669 年	• 乐显扬在北京创办同仁堂药室，标志着同仁堂品牌创立。
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”。
1702 年	• 乐凤鸣在北京前门外大栅栏开设同仁堂药铺。
1706 年	• 乐凤鸣编写完成《同仁堂乐氏世代祖传丸散膏丹下料配方》（简称《同仁堂传统配本》）和《同仁堂虔修诸门应症丸散膏丹总目》（简称《同仁堂药目》），为同仁堂制作药品建立起严格的选方、用药、配比和工艺规范。
1723 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。
1949 年	• 新中国成立使同仁堂获得了新生
1953 年	• 同仁堂研制生产了中国第一批中药片剂，结束了中药只有丸、散、膏、丹传统剂型的历史，开创了先河。
1955 年	• 同仁堂经理乐松生在中南海受到毛泽东主席和周恩来总理的亲切接见，被选为北京市人大代表，出任北京市副市长。
1989 年	• “同仁堂”商标成为中国“首批马德里商标注册”的国际商标。
1992 年	• 中国北京同仁堂（集团）公司组建成立。
1993 年	• 同仁堂获得进出口经营权，在香港开设第一家门店，从此以香港为桥头堡走向世界，目前已实现了在五大洲28个国家和地区的业务布局。
1997 年	• 北京同仁堂股份有限公司成立，并在上交所上市，标志着同仁堂在建立现代化企业制度的进程中迈出重要步伐。
2000 年	• 北京同仁堂科技发展股份有限公司成立，并在香港创业板上市，为国内首家由A股分拆上市的企业。
2006 年	• 中华人民共和国商务部认定中国北京同仁堂（集团）有限责任公司为首批“中华老字号”，“同仁堂中医药文化”入选首批国家级非物质文化遗产代表性名录。
2013 年	• 北京同仁堂国药有限公司在香港创业板上市，成为同仁堂集团旗下第三家上市公司。
2018 年	• 同仁堂粹和康养天坛生活馆开业，同仁堂正式进入养老领域，并向大健康产业进军。
2019 年	• 同仁堂公开聘请第三方权威机构开展战略咨询，标志着历经350年风雨历程的中华老字号企业，通过创新发展理念，以实际行动夯实党建基石、质量基石、诚信基石，迈上高质量发展之路。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

品牌价值凸显。2021 年 10 月胡润研究院发布《2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》，该榜单调研范围涵盖中国内地具有 60 年以上历史的为消费者提供产品或服务的品牌，综合考察品牌历史、价值和文化内涵三个维度，以每个品牌的总分（百分制）进行排名。同仁堂以满分位列榜首，凸显其自身的品牌价值。

图表 2 2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜 top10

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

资料来源：胡润研究院，华安证券研究所

同仁堂股份公司成立于 1997 年，是同仁堂集团旗下的首家上市公司。集团层面拥有七个子集团、两个院和多家直属子公司。其中股份公司拥有包含中药材种植、中药材加工、中成药生产、医药物流配送、药品零售、中成药研发在内的完整产业链条，以生产和销售传统中成药为主业，常年生产的中成药超过 400 个品规，产品剂型丰富，覆盖内科、外科、妇科、儿科等类别，以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸为代表的产品以及众多经典药品家喻户晓，蜚声海内外。

图表 3 同仁堂股份公司



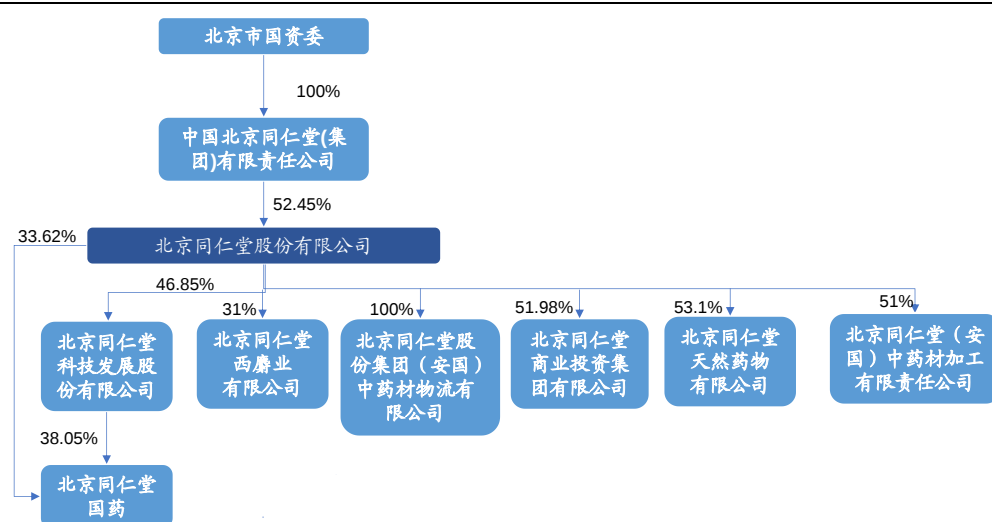
资料来源：公司官网，华安证券研究所

作为北京老牌国企,中国北京同仁堂(集团)有限责任公司直接控股公司 52.45% 股权。另外股份公司也直接或间接控股集团旗下的两家港股上市公司(同仁堂科技、同仁堂国药)。根据 2021 年三季报披露,同仁堂股份直接分别持有同仁堂科技 46.85% 股份、同仁堂国药 33.62% 股份,其中同仁堂科技则又持有同仁堂国药 38.05% 股权,完成对两家公司的控股。

三家上市公司分工各有不同:

- 同仁堂股份以传统剂型的中成药为主,蜜丸、散剂及药酒等;
- 同仁堂科技为现代中药剂型产品,主要是片剂、颗粒剂、丸剂、口服液及胶剂等。
- 同仁堂国药主要在香港、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。

图表 4 同仁堂股份股权结构



资料来源: wind (2022/2), 华安证券研究所

管理层完成调整, 董事长业务骨干出身。公司 2021 年完成核心管理层改革, 董事长由原公司总经理邱淑兵接任, 原副总经理张朝华接任同仁堂股份总经理。董事长邱淑兵历任公司各项业务部门, 担任过财务、运营、投资等各项业务, 经历十分丰富。其余核心管理团队也都是业务出身, 有能力推进公司业务的进一步向好发展。

图表 5 公司核心管理层履历

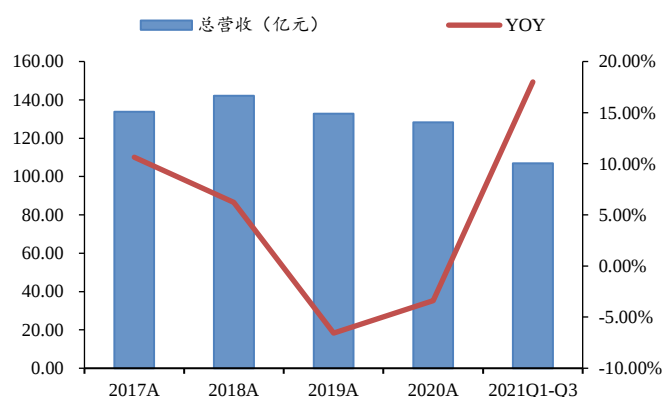
姓名	职务	简介
邱淑兵	董事长	研究生学历, 公共管理硕士, 高级会计师。历任北京同仁堂药酒分公司财务主管, 北京同仁堂药酒分公司副经理, 北京同仁堂股份有限公司财务部副部长, 北京同仁堂股份有限公司投资管理部副部长, 部长, 北京同仁堂商业投资集团党委委员, 副总经理, 中国北京同仁堂(集团)有限责任公司总经理助理兼经济运行部部长, 北京同仁堂健康产业投资有限公司董事, 北京同仁堂中药配方颗粒投资有限公司董事长, 北京同仁堂生物制品开发有限公司董事, 北京同仁堂化妆品有限公司董事, 北京市企业联合会, 北京市企业家协会副会长。现任北京医药行业协会副会长, 北京同仁堂股份有限公

		司党委书记,董事。
张朝华	董事,总经理	大学学历,执业药师,高级工程师。历任北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂南分厂一车间副主任,二车间技术副主任,北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂亦庄分厂质量保证科副科长,综合办公室主任,中国北京同仁堂(集团)有限责任公司工装环保管理部副部长,科技质量部副部长,北京同仁堂制药有限公司董事。现任北京同仁堂股份有限公司董事,总经理
王田	副总经理	大学学历,执业药师,工程师。历任北京同仁堂制药厂质量科副科长,北京同仁堂股份有限公司制药厂生产科代理科长,北京同仁堂股份有限公司生产制造部副部长,部长,北京同仁堂股份有限公司制药厂北分厂副厂长,厂长,党总支书记(兼),北京同仁堂股份有限公司制药厂南分厂厂长,北京同仁堂股份有限公司总经理助理兼北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂大兴分厂厂长。现任北京同仁堂股份有限公司副总经理。
杨利	董事,副总经理	大学学历。历任北京同仁堂股份有限公司制药厂北分厂厂长助理,北京同仁堂股份有限公司制药厂北分厂副厂长,北京同仁堂股份有限公司生产制造部部长,北京同仁堂股份有限公司同仁堂制药厂前处理分厂党总支书记,厂长。现任北京同仁堂股份有限公司副总经理兼同仁堂制药厂前处理分厂党总支书记,厂长。
张春友	副总经理	大学学历,工程师,执业中药师。历任北京同仁堂股份有限公司经营分公司区域主管,产品一部副部长,销售一部副部长,销售部副部长,销售部常务副部长,经理助理,副经理。现任北京同仁堂股份有限公司经营分公司经理。
冯莉	副总经理,董事会秘书	北京大学国际经济系毕业,经济学学士学位,中国注册会计师(非执业)。曾任普华永道中天会计师事务所高级经理,北京同仁堂国药有限公司内审法务部部长,总经理助理兼经济运行部部长。现任本公司副总经理。
温凯婷	总会计师	研究生学历,管理学硕士,中国注册会计师。曾任致同会计师事务所(普通合伙)高级经理,北京同仁堂股份有限公司副总会计师,北京同仁堂研究院副院长。现任北京同仁堂股份有限公司董事,总会计师。

资料来源: wind, 华安证券研究所

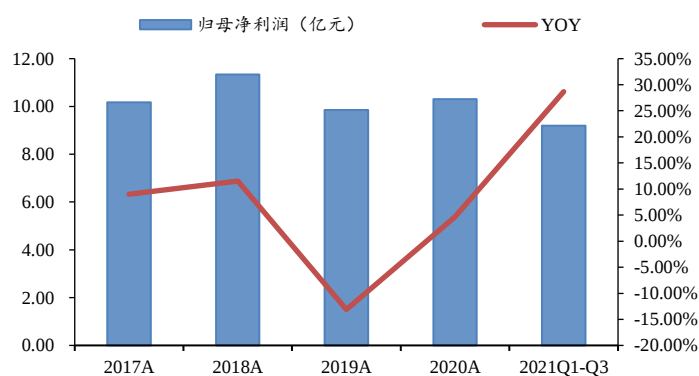
阵痛消除, 2021 年迎来业绩回升。2019 年之前公司营收利润都相对稳健, 但 2019 年出现首次下滑, 主要原因在于产能不足、“蜂蜜门”事件等因素影响。而 2020 年则是新冠疫情导致商业客流量受限, 虽然营收仍有下滑, 但利润端能够维持稳定。经历阵痛后, 公司 2020 年开启营销改革, 明确“4+2”(四个事业部加两个专项小组)经营模式战略, 改革效果显著, 2021 年恢复增长。2021 年前三季度公司实现营业收入 106.83 亿元, 同比增长 18.00%; 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 28.67%。

图表 6 公司营业收入变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

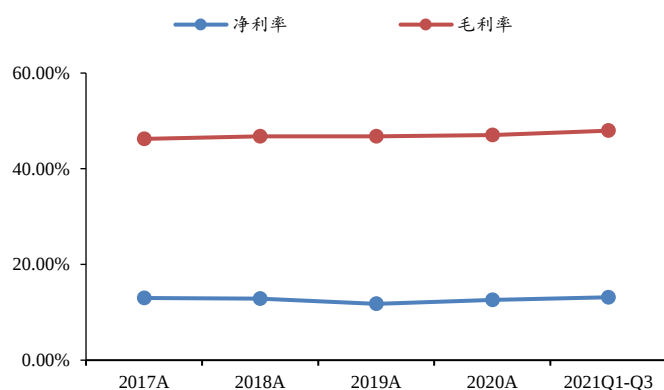
图表 7 公司归母净利润变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

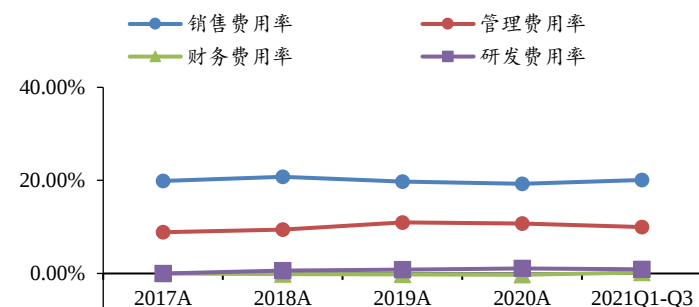
盈利能力稳定, 费用控制能力强。公司毛利率和净利率一直维持稳定, 2015-2020 年期间毛利率在 46%-47% 之间、净利率维持在 11%-14% 之间, 2021 前三季度公司毛利率达到 47.96% 实现突破。公司各项费用也是一直保持稳定。2021 年前三季度, 公司销售费用率为 20.13%, 管理费用率为 10.00%, 均同比下降, 体现较强费用管控能力。

图表 8 公司毛利率与净利率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司各项费用率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

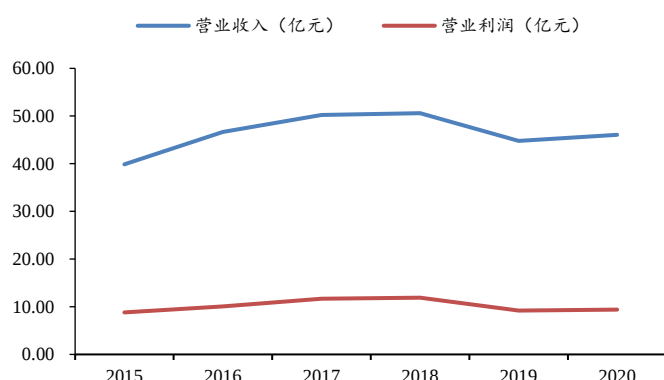
三大核心子公司都迎来好转。

同仁堂科技: 2019 年受产能拖累导致下滑, 2021 年大兴以及唐山两个生产基地投产后问题得到解决。并且公司产品涉及 20 多个剂型, 有丰富的已开发新产品和在开发新产品的储备。公司 2021 年恢复增长, 2021 年上半年公司实现营业收入 27.66 亿元, 同比增长 23.45%; 实现净利润 3.15 亿元, 同比增长 10.58%。同仁堂科技致力于传统中药现代化, 改进现有传统中药产品并进行天然药物的开发, 逐步实现中药现代化、国际化, 拓展营销网络, 未来市场前景值得期待。

同仁堂国药: 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。受香港地区事件影响以及海外疫情的影响, 2020 年仍保持稳定体现品牌价值和公司经营能力。公司 2021 年恢复增长, 2021 年上半年公司实现营业收入 7.07 亿元, 同比增长 22.87%; 实现净利润 2.67 亿元, 同比增长 17.94%。作为同仁堂旗下海外销售公司, 随着中药逐步获得海外认同, 借助同仁堂品牌优势, 有望进一

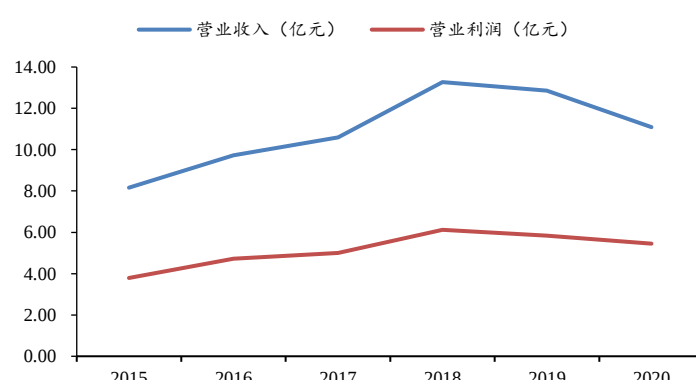
步拓展空间。

图表 10 2015-2020 年同仁堂科技收入及利润



资料来源: wind, 华安证券研究所

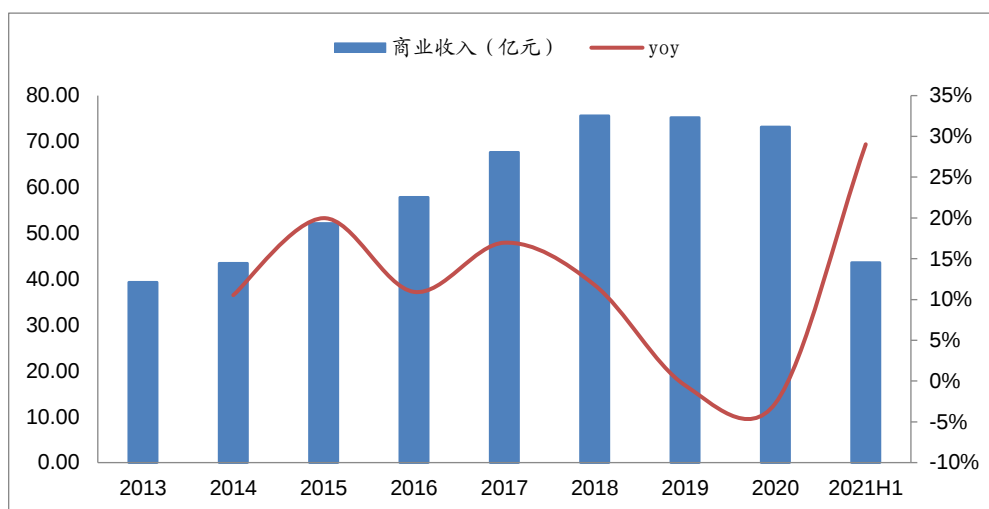
图表 11 2015-2020 年同仁堂国药收入及利润



资料来源: wind, 华安证券研究所

同仁堂商业: 主要是同仁堂旗下药店的经营。2020 年受疫情冲击较大, 2021 年上半年, 国内疫情防控形势趋于缓和, 商业也住了把握市场回暖的有利形势。2021 年上半年同仁堂商业下属门店为 900 家, 实现营业收入 43.60 亿元, 同比上升 29.03%, 营业利润 2.54 亿元, 同比上升 86.63%。

图表 12 2013-2020 同仁堂商业收入及增速



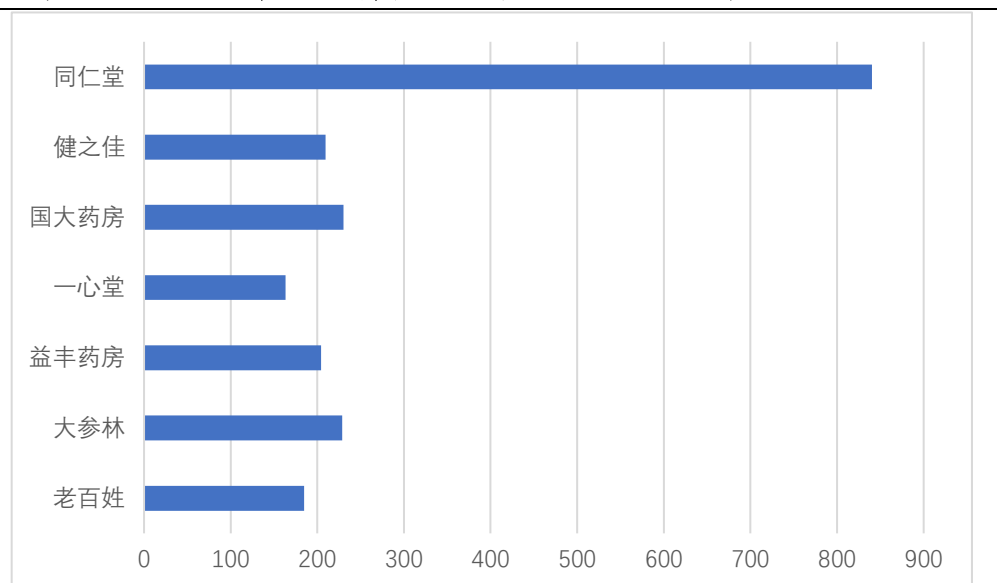
资料来源: wind, 华安证券研究所

同仁堂商业旗下零售药店为品牌重要窗口。药店开设按照“名店、名药、名医”的发展模式, 坚持突出同仁堂品牌特色, 在全国重点城市、地区开立同仁堂零售药店。截至 2021 年上半年末, 同仁堂商业下属门店为 900 家, 实现营业收入 43.6 亿元, 同比上升 29.03%, 营业利润 2.5 亿元, 同比上升 86.63%。

由于同仁堂药店具有中医药特色属性, 单店收入明显高于常规的零售药店。2020 年就有 510 家同仁堂药店设立了中医医疗诊所, 有 647 家取得“医疗保险定点零售药店”资格, 有医保定点药店占门店总数的 73.52%。并且下属零售药店开设在全国重点城市、地区, 并逐步向周边发展, 以线下直接服务客户群体为主, 主要销售中西成药及饮片、保健品、医疗器械等。根据药店所处地区消费水平、消费特点, 零售

药店调整和丰富产品结构，满足消费者的差异化需求。

图表 13 同仁堂药店单店收入高于其他上市连锁药店（2020 年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 金字招牌焕发新活力

2.1 安宫牛黄丸绝对龙头，大品种战略深扎市场

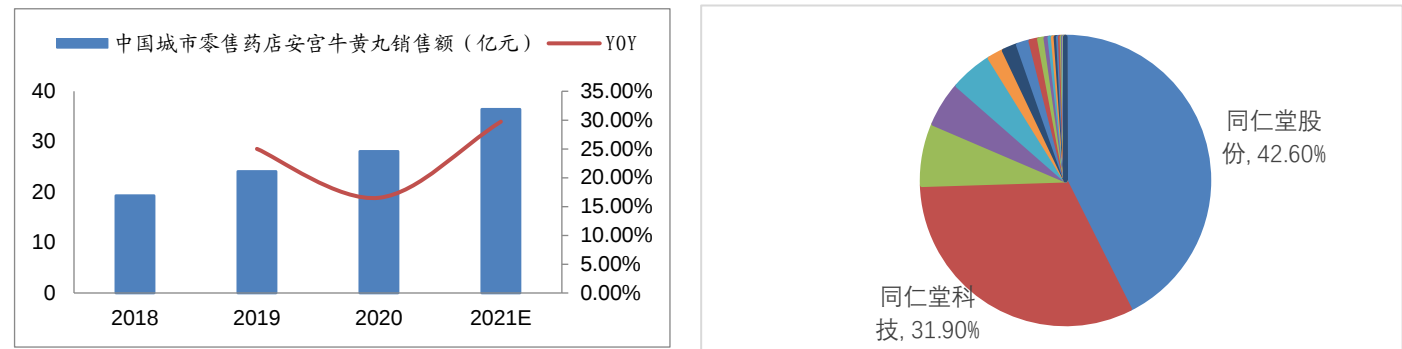
安宫牛黄丸源于清代吴鞠通的《温病条辨》，与紫雪丹、至宝丹并称为“凉开（温病）三宝”，并被奉为三宝之首。吴鞠通指出三宝中安宫牛黄丸最凉，长于清热解毒，适用于邪热偏盛而身热较重者。安宫牛黄丸是我国传统药物中最负盛名的急救名方，素有“救急症于即时，挽垂危于顷刻”的美誉。

自新冠疫情发生以来，国家卫健委组织专家对诊疗方案进行了多次修订，形成了多版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》，安宫牛黄丸多次入选，足见其功效及口碑。

米内网数据显示，安宫牛黄丸是中国城市实体药店终端心脑血管中成药第一大品种，2019 年超过 20 亿元，2020 年同比增长 16.52%，预计 2021 年突破 30 亿元大关。北京同仁堂股份以及同仁堂科技的安宫牛黄丸 2019 年合计销售额为 18 亿元，同比增长 35%，在众多竞争企业中，两家药企合计市场份额高达 74.5%。

图表 14 近年中国城市实体药店终端安宫牛黄丸销售情况 (亿元)

图表 15 2019 年安宫牛黄丸竞争格局



资料来源：米内，华安证券研究所

资料来源：米内，华安证券研究所

2021 年底同仁堂下发价格调整通知，安宫牛黄丸(3 克*丸/盒)的销售价格从 780 元提至 860 元，涨幅约为 10%，12 月 1 日开始执行。这是近 20 年来同仁堂第三次公开调整安宫牛黄丸的售价。其中 2012 年同仁堂将安宫牛黄丸售价从 350 元涨至 560 元，涨幅约 60%。到了 2019 年 12 月再次提价，从 560 元涨至 780 元，涨价幅度约为 40%。涨价的原因有二，一方面是中药材成本驱动，另外一方面则是需求端的不断提升，而同仁堂作为其中的绝对龙头往往是行业的方向标，拥有极强的定价权，预计未来仍有持续的提价空间。

在产品数量方面，公司拥有 800 余个药品品规，常年生产的品规超过 400 种，27+种中成药产品剂型。形成了以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸为代表的心脑血管系列，以同仁乌鸡白凤丸、坤宝丸为代表的妇科系列，以国公酒、骨刺消痛液为代表的酒剂系列等十二个不同系列品种群。

公司紧密围绕大品种战略，通过加强事业部联动探索多渠道协作，缩短销售链条优化经销商管理，丰富广告投放打造多维度推广体系，持续深化营销改革。对于市场认可度较高的品种，抓住重点节日分地域开展特色终端动销活动，配合主销区域及线上大品种讲师培训，有效提升产品终端覆盖率与控制力；对于潜力及睡眠品种，探索在试点区域选取试点门店进行小规模铺货，整体保持良好运作水平。2021 年上半年，公司销售前五名的品种实现收入 22.37 亿元，同比增长 22.84%。

图表 16 公司前五大主要品种

主要治疗领域	药（产）品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	发明专利起止期限(如适用)	是否属于报告期内推出的新药（产）品	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否纳入省级医保目录
心脑血管类	安宫牛黄系列	清热解毒，镇惊开窍。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。	是	否	无	否	是	是	是

心脑血管类	同仁牛黄清心系列	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，言语不清，神志昏迷，痰涎壅盛。	是	否	无	否	否	否	是
补益类	六味地黄系列	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精。	否	否	无	否	是	是	是
补益类	金匱肾气系列	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。	是	否	无	否	是	是	是
清热类	牛黄解毒系列	清热解毒。用于火热内盛，咽喉肿痛，牙龈肿痛，口舌生疮，目赤肿痛。	是	否	无	否	否	是	是

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 利空因素逐步消除

蜂蜜门事件影响消除

2018年12月15日晚，江苏电视台的一则报道《同仁堂蜂蜜生产商竟回收过期蜂蜜？》引发热议。2019年2月11日，同仁堂蜂业因售过期蜂蜜被罚没1420万，并召回商标为“源蜜”、“蕊悦”、“药植蜜”的41批次2284瓶（盒）的蜂蜜产品，北京市纪委监委共问责处理14名个人。因此北京市纪委副书记王贵平担任集团董事长，加强合规治理，使公司回归追求药品生产流程的高标准。此后股份公司不再生产食品蜂蜜，目前蜂蜜由健康药业负责销售。

疫情影响逐步消化

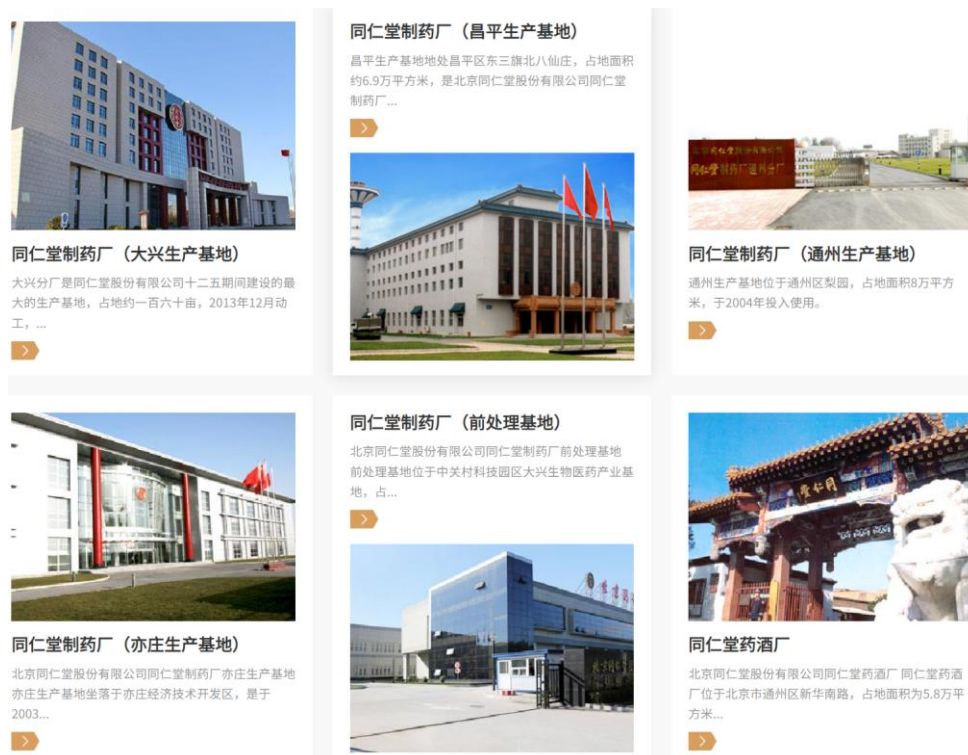
2020年上半年疫情下公司工业和商业两大板块都受到冲击，2020年上半年工业板块疫情限制生产，商业板块门面受疫情管控客流量下滑。随着疫情的常态化，公司经营影响逐步消除，2020年实现归母净利润10.31亿元，同比增长4.67%。

产能问题得到解决

2020年子公司同仁堂科技位于北京市中关村科技园区大兴生物医药基地的大兴生产基地及位于河北省唐山市玉田县的北京同仁堂科技发展(唐山)有限公司两家新建生产单位正式投产，部分产品生产供应压力逐渐得到缓解。

根据同仁堂科技公告披露，2021年上半年大兴分厂新增养血荣筋丸、骨刺丸等品种的生产，目前可生产的产品种类达到十种，大兴分厂上半年总体产量、产值也均较上年同期实现较大幅度增长。位于河北省唐山市玉田县的北京同仁堂科技发展(唐山)有限公司顺利完成了六味地黄软胶囊、益肾乌发口服液的品种转移工作，目前可生产的产品种类达到八种。此外，同仁堂科技唐山充分发挥中药提取、液体制剂产能优势，上半年总体产量、产值均实现增长，提取量也较去年同期增长20%以上，有效发挥了新厂房、新设备的产能优势与支点作用。

图表 17 同仁堂生产基地



资料来源：公司官网，华安证券研究所

2.3 营销改革成效显著，新渠道表现亮眼

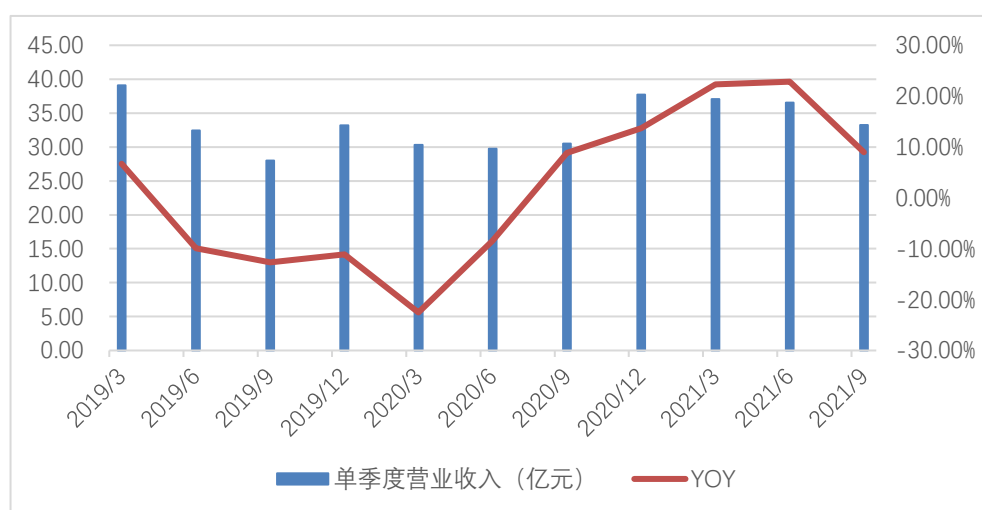
公司销售团队于 2020 年启动营销改革，继续坚持“以品种运作为核心，以终端工作为方向”的指导思想，通过打造“4+2”（四个事业部加两个专项小组）经营模式，整合现有资源，厘清各事业部职能。一方面缩减经销商层级合理分配渠道利润，另一方面直通终端药店，提升药店销售积极性。

- **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。认真总结同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸联合营销模式经验，持续围绕规范市场秩序、拉动实销上量，做好终端维价、探索渠道推广及讲师培训等工作，有效调动经销商积极性，进一步巩固运作成果；加强对五子衍宗丸、坤宝丸、调经促孕丸在内的 18 个重点品种的市场管控力度，严肃处理经销商违规行为，确保销售秩序稳定。稳固大品种现有销售规模，适时采取加大广告投放、线上线下联动等方式，继续深化发展品种终端市场建设，通过“一品一策”、“一地一策”科学培育，有序拉动销售。
- **终端事业部：**负责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；同时充分利用自有零售终端，采取差异化、精准化、个性化营销方案布局产品投放及宣教活动，有效拉动终端实销。

- 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; 借助系内公司医疗资源, 采用播放宣传视频和线下培训相结合的方式, 提升医患群体对公司文化、品种等方面的了解及接受程度; 与北京同仁堂中医医院、301 医院等六家系内外医疗机构共同开展完成同仁大活络丸在治疗膝骨关节炎的临床疗效研究, 选取 256 例膝骨关节炎患者样本给予同仁大活络丸口服治疗观察, 用药治疗 12 周后总有效率达到 99.2%, 该项研究成果为中医药治疗膝骨关节炎, 改善症状及远期临床获益提供客观依据, 为临床治疗膝骨关节炎患者提供服务方便、疗效确切的中成药。
- 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。

改革以来, 2020 年第三季度同比增速转正, 并一直延续增长, 2021 年前三季度单季度分别同比增长 22%/23%/9%, 公司营收逐季度向好。

图表 18 公司 2021 年季度营收情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

在广告推广方面, 制定重点品种广告推广方案, 深挖产品功能定位、优化搜索引擎关键词确保精准投放目标消费者, 采用传统媒体 (广播、电梯、公交等) 与新媒体 (平安好医生、喜马拉雅等 APP 平台) 相结合, 形成多渠道、多形式立体推广模式。借助成熟电商平台, 有重点、多形式参与线上大促, 开展音、视频宣传推广, 打造“身边的中医药”系列活动, 有效增加产品曝光率, 内实现母公司 37 个品线线上销售 2.20 亿元。

海外渠道上, 同仁堂国药以安宫牛黄丸及破壁灵芝孢子粉胶囊为重点培育产品, 加强在线上线下媒介的推广力度, 通过电视、纸媒、网媒平台等方式, 投放同仁堂心脑血管系列广告, 结合大品种产品特点, 将健康信息传递给广大消费者, 扩大了同仁堂品牌的认知群体, 并提升了市场占有率。此外, 针对破壁灵芝孢子粉胶囊消

费群体，制作以“免疫力好健康自然好”为主题的广告，重新定位产品特点，于中国大陆、香港、新加坡及澳洲进行投放，协助在线上线下双轨销售。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

关键假设

医药工业：经过营销改革后销售恢复稳定增长，增速在 10-15% 之间。

医药商业：疫情影响逐步消除，门店客流量迎来回暖，增速恢复到 10-15% 之间。

图表 19 公司预测汇总

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,277	12,826	14,995	17,316	19,707
(+/-%)	-6.6%	-3.4%	16.9%	15.5%	13.8%
营业成本	7,068	6,792	7,895	9,032	10,164
毛利率	46.8%	47.0%	47.4%	47.8%	48.4%
一、医药工业	7,531	7,653	8,832	10,087	11,349
YOY	-10.5%	1.6%	15.4%	14.2%	12.5%
占公司收入百分比	56.7%	59.7%	58.9%	58.3%	57.6%
毛利率	48.0%	47.1%	48.2%	49.1%	50.0%
心脑血管类	3039	3004	3605	4254	4934
YOY	6.7%	-1.2%	20.0%	18.0%	16.0%
补益类	1288	1415	1670	1921	2190
YOY	-22.3%	9.9%	18.0%	15.0%	14.0%
清热类	510	499	548	603	664
YOY	1.6%	-2.2%	10.0%	10.0%	10.0%
妇科类	310	307	337	371	408
YOY	-8.5%	-0.9%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	3203	3233	3557	3912	4225
YOY	-18.0%	0.9%	10.0%	10.0%	8.0%
二、医药商业	7,521	7,316	8,414	9,592	10,839
YOY	-0.5%	-2.7%	15.0%	14.0%	13.0%
毛利率	31.5%	32.2%	33.0%	34.0%	35.0%
三、其他及内部抵扣	-1,774	-2,143	-2,250	-2,363	-2,481

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 上市公司估值对比

股票	股票	收盘价	EPS (元)				P/E			
代码	名称	(元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600436.SH	片仔癀	361.31	2.77	4.03	5.01	6.23	130.44	89.66	72.05	58.04
000538.SZ	云南白药	90.25	4.31	3.23	4.27	4.84	20.94	27.94	21.16	18.65
000423.SZ	东阿阿胶	37.94	0.07	0.69	1.60	2.12		55.14	23.77	17.88
平均值							75.69	57.58	38.99	31.52
600085.SH	同仁堂	45.80	0.75	0.95	1.11	1.27	60.90	48.21	41.26	36.06

资料来源: wind (一致预期, 2022/3/1), 华安证券研究所

3.2 投资建议

三百五十余年铸就大品牌

同仁堂品牌始创于 1669 年(清康熙八年), 至今已有 352 年历史, 是首批中华老字号企业。在最新的《2021 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》中, 同仁堂更是以满分位列榜首, 凸显其自身的品牌价值。同仁堂股份隶属与同仁堂(集团), 也直接或间接控股集团旗下的两家港股上市公司(同仁堂科技、同仁堂国药), 三家上市公司分别覆盖传统剂型、现代剂型和海外销售, 共同打造同仁堂老字号品牌。

公司 2021 年完成核心管理层改革, 原公司总经理邱淑兵接任董事长。董事长邱淑兵曾历任公司各项业务部门, 经验丰富, 其余核心管理团队也都是业务出身, 有能力推进公司业务的进一步向好发展。并且也正是在 2021 年公司迎来业绩回升, 2021 年前三季度公司实现营业收入 106.83 亿元, 同比增长 18.00%; 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 28.67%。

安宫牛黄丸绝对龙头, 大品种战略深扎市场

安宫牛黄丸一直是传统中药中的知名品种, 而同仁堂在众多竞争企业中是绝对的龙头, 2019 年占据市场份额高达 74.5%。并且公司对安宫牛黄丸定价权掌握十足, 近 20 年来同仁堂三次公开调整安宫牛黄丸的售价, 最近一次是在 2021 年底, 安宫牛黄丸(3 克*丸/盒)的销售价格从 780 元提至 860 元, 涨幅约为 10%。随着需求的不断提升和中药材成本的渠道, 我们认为同仁堂安宫牛黄丸预计未来仍有持续的提价空间。

公司产品数量丰富, 拥有 400+个常年生产中成药品种, 27+种中成药产品剂型。并且紧密围绕大品种战略, 前五大产品销售持续回暖, 2021 年上半年, 公司销售前五名的品种实现收入 22.37 亿元, 同比增长 22.84%。

利空因素逐步消除, 营销改革成效显著

一方面利空因素消除。2019 年和 2020 年公司经历了一段时间的阵痛期, 但现在已经逐步消除。1. 蜂蜜门事件影响消除, 公司处理及时有效; 2. 疫情影响逐步消化。2020 年上半年疫情下公司工业和商业两大板块都受到冲击, 随着疫情的常态化, 公司产能问题得到解决。经营影响逐步消除, 2020 年实现归母净利润 10.31 亿元, 同比增长 4.67%。3. 产能问题得到解决。2020 年子公司同仁堂科技位于大兴生产基地及唐山基地正式投产, 部分产品生产供应压力逐渐得到缓解。

另一方面营销改革成效显著。公司销售团队于 2020 年启动营销改革, 继续坚持“以品种运作为核心, 以终端工作为方向”的指导思想, 通过打造“4+2”(四个事业部

加两个专项小组)经营模式。此举缩减了经销商层级合理分配渠道利润,又直通了终端药店提升药店销售积极性。改革以来,2020年第三季度同比增速转正,并一直延续增长,2021年前三季度分别同比增长22%/23%/9%,公司营收逐季度向好。

我们预计,公司2021~2023年收入分别150.0/173.2/197.1亿元,分别同比增长16.9%/15.5%/13.8%,归母净利润分别为13.0/15.2/17.5亿元,分别同比增长26.0%/17.3%/14.6%,对应2021~2023年EPS为0.95/1.11/1.27元,对应估值为49X/42X/37X。首次覆盖,给予“买入”投资评级。

风险提示:

原材料的价格波动:中药材属于资源品,价格随供需有周期,从而导致原材料价格会有波动,大幅的波动可能影响公司业绩;

核心品种提价销售不及预期:公司核心产品经过一轮提价,价格提升可能导致消费者购买意愿下降,导致公司销售不及预测;

营销改革不及预期:公司致力于营销改革,但改革进度和结果存在不确定性,从而导致公司业绩偏离预期。

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	16527	20487	24876	29811	营业收入	12826	14995	17316	19707
现金	8349	10964	14000	17548	营业成本	6792	7895	9032	10164
应收账款	1141	1350	1550	1769	营业税金及附加	137	155	182	205
其他应收款	90	133	137	166	销售费用	2473	2924	3463	4040
预付账款	265	291	343	380	管理费用	1236	1500	1732	1971
存货	6061	6846	7946	8878	财务费用	-36	-88	-121	-159
其他流动资产	621	902	901	1070	资产减值损失	-113	-2	-2	-2
非流动资产	5311	4160	2867	1431	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	15	13	12	10	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	4081	2650	1076	-640	营业利润	2005	2548	2968	3411
无形资产	643	852	1061	1271	营业外收入	3	5	5	5
其他非流动资产	571	645	718	791	营业外支出	25	10	10	10
资产总计	21838	24646	27743	31242	利润总额	1983	2543	2963	3406
流动负债	5598	6361	7058	7807	所得税	367	497	563	657
短期借款	424	424	424	424	净利润	1616	2046	2400	2750
应付账款	2765	3020	3566	3951	少数股东损益	585	747	876	1004
其他流动负债	2410	2917	3068	3433	归属母公司净利润	1031	1299	1524	1746
非流动负债	693	693	693	693	EBITDA	2439	3629	4030	4450
长期借款	483	483	483	483	EPS (元)	0.75	0.95	1.11	1.27
其他非流动负债	210	210	210	210	主要财务比率				
负债合计	6291	7054	7751	8500	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5715	6462	7338	8341	成长能力				
股本	1371	1371	1371	1371	营业收入	-3.4%	16.9%	15.5%	13.8%
资本公积	2007	2007	2007	2007	营业利润	1.8%	27.1%	16.5%	14.9%
留存收益	6454	7753	9277	11023	归属于母公司净利	4.7%	26.0%	17.3%	14.6%
归属母公司股东权	9832	11131	12655	14401	获利能力				
负债和股东权益	21838	24646	27743	31242	毛利率(%)	47.0%	47.4%	47.8%	48.4%
现金流量表					净利率(%)	8.0%	8.7%	8.8%	8.9%
单位:百万元					ROE(%)	10.5%	11.7%	12.0%	12.1%
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	9.5%	7.1%	7.3%	7.4%
经营活动现金流	2175	3363	3777	4283	偿债能力				
净利润	1031	1299	1524	1746	资产负债率(%)	28.8%	28.6%	27.9%	27.2%
折旧摊销	425	1921	2063	2206	净负债比率(%)	40.5%	40.1%	38.8%	37.4%
财务费用	-49	16	16	16	流动比率	2.95	3.22	3.52	3.82
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.82	2.10	2.35	2.63
营运资金变动	75	-582	-658	-637	营运能力				
其他经营现金流	1649	2590	3013	3335	总资产周转率	0.59	0.61	0.62	0.63
投资活动现金流	-961	-732	-725	-718	应收账款周转率	11.24	11.11	11.17	11.14
资本支出	-1136	-734	-727	-720	应付账款周转率	2.46	2.61	2.53	2.57
长期投资	8	2	2	2	每股指标(元)				
其他投资现金流	167	0	0	0	每股收益	0.75	0.95	1.11	1.27
筹资活动现金流	-439	-16	-16	-16	每股经营现金流薄)	1.59	2.45	2.75	3.12
短期借款	218	0	0	0	每股净资产	7.17	8.12	9.23	10.50
长期借款	69	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	31.78	49.42	42.13	36.77
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.33	5.77	5.07	4.46
其他筹资现金流	-726	-16	-16	-16	EV/EBITDA	10.73	15.15	12.89	10.87
现金净增加额	679	2615	3035	3548					

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。

联系人：李昌幸，研究助理，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述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。