

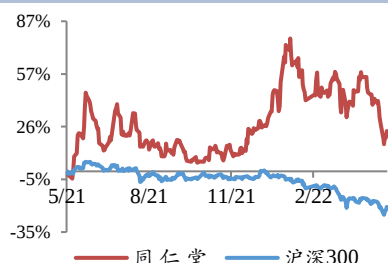
一季度利润端超预期，经营指标改善，全年可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-01

收盘价（元）	36.63
近 12 个月最高/最低（元）	52.56/28.42
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）	502
流通市值（亿元）	502

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

相关报告

1.【华安医药】同仁堂（600085）年报点评：收入利润稳健增长，业绩符合预期 2022-03-27

2.【华安医药】同仁堂（600085）深度报告：历史铸就品牌，改革焕发新生 2022-03-02

主要观点：

事件

同仁堂披露 2022 年一季度报告，报告期内，公司实现营业收入 39.54 亿元，同比增长 6.67%；归属于上市公司股东的净利润 4.00 亿元，同比增长 25.61%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.96 亿元，同比增长 25.14%。

事件点评

● 利润端增速超预期，归母净利润增速明显高于营收增速

2022Q1 在面对国内、香港地区及国外市场环境、新冠疫情等多种因素影响，营业收入总体依旧保持增长态势。特别是利润端，归属于上市公司股东的净利润同比增长高达 25.61%，根据公司分析为各项精细化管理、成本费用管控的原因，导致净利润增幅高于营业收入增幅。

● 经营指标改善，老字号稳中向好

费用端控制效果显著。通过拆分费用端变化，22Q1 公司整体毛利率为 48.25%，同比+1.52 个百分点；期间费用率 29.67%，同比+0.36 个百分点；其中销售费用率 19.83%，同比+0.87 个百分点；管理费用率 9.77%，同比-0.38 个百分点。营运能力上，22Q1 营业周期（293 天）、存货周转天数（266 天）以及应收账款周转天数（27 天）等运营指标均创下近年来新低，可见在“4+2”经营改革后公司营运能力持续提升。

● 零售端基本盘稳健，研发端继续推进

零售门店：2021 年末，同仁堂商业共设立零售门店 920 家，报告期内新设门店为 42 家。零售药店中，有 560 家设立了中医医疗诊所，有 699 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 75.98%。

研发：22Q1 研发费用同比增长 107.24%，由于公司加大研发投入力度使研发支出增加所致。根据公司 2021 年年报披露，公司围绕创新产品开发、名优品种培育、生产和质量攻关、药材溯源体系建设、共性技术储备、炮制技术的传承发展开展研究。根据经典名方目录，筛选确定先期开发的 10 个品种。并开展同仁牛黄清心丸、安宫牛黄丸、同仁乌鸡白凤丸、巴戟天寡糖胶囊及五子衍宗丸等品种二次开发研究工作。

● 投资建议

我们维持此前预测，我们预计公司 2022~2024 年收入分别 170.9/197.4/227.5 亿元，分别同比增长 17.0%/15.5%/15.3%，归母净利润分别为 15.7/17.7/20.2 亿元，分别同比增长 27.5%/12.9%/14.5%，对应 EPS 为 1.14/1.29/1.47 元，对应估值为 32X/28X/25X。维持“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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14603	17088	19735	22750
收入同比 (%)	13.9%	17.0%	15.5%	15.3%
归属母公司净利润	1227	1565	1767	2023
净利润同比 (%)	19.0%	27.5%	12.9%	14.5%
毛利率 (%)	47.6%	47.5%	47.4%	47.5%
ROE (%)	11.5%	12.8%	12.6%	12.7%
每股收益 (元)	0.90	1.14	1.29	1.47
P/E	50.26	32.10	28.44	24.84
P/B	5.80	4.12	3.60	3.14
EV/EBITDA	16.85	9.68	8.48	7.36

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18174	21833	25895	30469	营业收入	14603	17088	19735	22750
现金	9926	11636	14444	17121	营业成本	7648	8978	10376	11944
应收账款	1004	1348	1457	1737	营业税金及附加	155	182	210	242
其他应收款	90	113	126	148	销售费用	2748	3332	3868	4482
预付账款	185	284	290	356	管理费用	1335	1623	1934	2275
存货	6169	7627	8591	10018	财务费用	30	-63	-84	-120
其他流动资产	798	826	987	1090	资产减值损失	-222	0	0	0
非流动资产	6899	6479	6037	5570	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	13	12	11	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	3938	2281	599	-1107	营业利润	2328	2967	3352	3836
无形资产	736	830	923	1017	营业外收入	4	5	5	5
其他非流动资产	2210	3354	4502	5649	营业外支出	6	10	10	10
资产总计	25073	28312	31932	36040	利润总额	2327	2962	3347	3831
流动负债	6302	7130	8029	9021	所得税	437	552	625	715
短期借款	831	831	831	831	净利润	1891	2411	2721	3116
应付账款	3193	3701	4304	4939	少数股东损益	663	846	955	1093
其他流动负债	2279	2598	2894	3251	归属母公司净利润	1227	1565	1767	2023
非流动负债	2098	2098	2098	2098	EBITDA	3263	4323	4601	4936
长期借款	745	745	745	745	EPS (元)	0.90	1.14	1.29	1.47
其他非流动负债	1353	1353	1353	1353	主要财务比率				
负债合计	8400	9228	10127	11119	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	6039	6884	7839	8932	成长能力				
股本	1371	1371	1371	1371	营业收入	13.9%	17.0%	15.5%	15.3%
资本公积	1993	1993	1993	1993	营业利润	16.2%	27.4%	13.0%	14.4%
留存收益	7270	8834	10601	12624	归属于母公司净利	19.0%	27.5%	12.9%	14.5%
归属母公司股东权	10634	12199	13965	15988	获利能力				
负债和股东权益	25073	28312	31932	36040	毛利率 (%)	47.6%	47.5%	47.4%	47.5%
现金流量表					净利率 (%)	8.4%	9.2%	9.0%	8.9%
单位:百万元					ROE (%)	11.5%	12.8%	12.6%	12.7%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	9.6%	7.5%	7.5%	7.6%
经营活动现金流	3426	3573	4667	4527	偿债能力				
净利润	1227	1565	1767	2023	资产负债率 (%)	33.5%	32.6%	31.7%	30.9%
折旧摊销	903	2269	2294	2318	净负债比率 (%)	50.4%	48.4%	46.4%	44.6%
财务费用	14	61	61	61	流动比率	2.88	3.06	3.23	3.38
投资损失	-9	0	0	0	速动比率	1.88	1.95	2.12	2.23
营运资金变动	442	-1121	-355	-905	营运能力				
其他经营现金流	1636	3486	3022	3958	总资产周转率	0.58	0.60	0.62	0.63
投资活动现金流	-342	-1802	-1798	-1788	应收账款周转率	14.54	12.68	13.55	13.10
资本支出	-469	-1803	-1798	-1789	应付账款周转率	2.40	2.43	2.41	2.42
长期投资	0	1	1	1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	127	0	0	0	每股收益	0.90	1.14	1.29	1.47
筹资活动现金流	-1384	-61	-61	-61	每股经营现金流薄)	2.50	2.61	3.40	3.30
短期借款	407	0	0	0	每股净资产	7.75	8.89	10.18	11.66
长期借款	261	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	50.26	32.10	28.44	24.84
资本公积增加	-14	0	0	0	P/B	5.80	4.12	3.60	3.14
其他筹资现金流	-2039	-61	-61	-61	EV/EBITDA	16.85	9.68	8.48	7.36
现金净增加额	1650	1710	2808	2677					

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。