

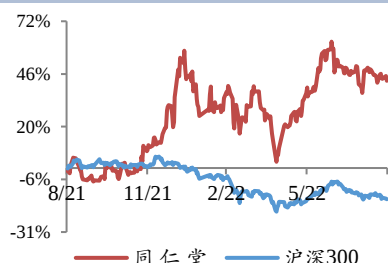
疫情影响不改利润增长，营销改革效果显著

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

收盘价（元） 47.38
近 12 个月最高/最低（元） 53.74/30.98
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） 650
流通市值（亿元） 650

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

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

- 1.【华安医药】同仁堂点评：一季度利润端超预期，经营指标改善，全年可期 2022-05-03
- 2.【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
- 3.【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：

公司发布 2022 年半年度报告，实现营业收入 75.07 亿元，同比增长 2.01%。归属于上市公司股东的净利润 7.43 亿元，同比增长 19.12%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.35 亿元，同比增长 19.20%。

● 分析点评

疫情影响收入增长，降本增效带来毛利率提升

单季度来看，公司 2022Q2 收入为 35.53 亿元，同比-2.72%；归母净利润为 3.44 亿元，同比+12.37%；扣非归母净利润为 3.39 亿元，同比+12.94%。受新冠肺炎疫情等因素影响，同仁堂国药业绩同比下滑，同仁堂商业业绩增速放缓，同时，公司大力推进营销改革、调整部分产品售价、努力克服不利因素影响，营业收入同比略有增长。

公司整体毛利率为 49.74%，同比+1.77 个百分点；期间费用率 29.55%，同比+0.14 个百分点；其中销售费用率 19.45%，同比+0.12 个百分点；管理费用率 10.01%，同比+0.18 个百分点；财务费用率 0.08%，同比-0.16 个百分点；经营性现金流净额为 18.83 亿元，同比持平。

母公司增长亮眼，三大子公司疫情影响较大

母公司营业收入及利润实现双位数增长，母公司报表来看，收入为 19.61 亿元，同比增长 13.03%，归母净利润为 6.74 亿元，同比增长 28.12%。子公司同仁堂科技、同仁堂国药及同仁堂商业的净利润均有所下降。

- 同仁堂科技：公司实现营业收入 30.15 亿元，同比增长 8.99%，利润 4.52 亿元，同比下降 4.54%。
- 同仁堂国药：受新冠疫情影响，其位于香港大埔的生产研发基地自 2022 年 2 月停工，直到 4 月下旬才得以复产，其核心产品在内地和港澳地区的供应出现短缺，生产经营一度遭受重挫。报告期内，同仁堂国药实现营业收入 5.21 亿元，同比下降 11.22%，利润 1.98 亿元，同比下降 18.32%。积极布局全球免税贸易渠道，在 4 月成功中标参与中免集团全球最大免税城的海口新海港项目，计划开设同仁堂品牌门店，开拓免税渠道布局。
- 同仁堂商业：实现营业收入 43.65 亿元，同比增长 0.11%，利润 1.84 亿元，同比下降 0.39%。上半年同仁堂商业新开门店 13 家，截止报告期末已有门店 933 家，其中配备医疗诊所数量 583 家。

核心产品增长稳健，积极探索科研创新与品种开发

着眼精准营销，落实精品战略。前五名系列（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列、六味地黄系列及金匱肾气系列）收入 24.60

亿元，同比增长 9.94%，毛利率为 60.72%，同比提升 2.59 个百分点。并且稳步推进五子衍宗丸、同仁乌鸡白凤丸、国公酒、坤宝丸、锁阳固精丸五大核心 OTC 重点品种五年广告项目，打造名品精品。积极探索科研创新与品种开发，筛选经典名方目录先期开发部分品种。持续开展清脑宣窍滴丸三期临床研究，完成 91 例病例入组。持续开展同仁牛黄清心丸、安宫牛黄丸等部分品种二次开发，探索贵细原料替代研究。上半年研发费用为 7190 万元，比上年同期增加 41.53%。

● 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%，对应估值为 42X/37X/32X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”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	41.52	36.78	32.12
P/B	5.80	5.33	4.65	4.06
EV/EBITDA	16.85	13.09	11.69	10.35

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					
负债合计	8400	9228	10127	11119					
少数股东权益	6039	6884	7839	8932					
股本	1371	1371	1371	1371					
资本公积	1993	1993	1993	1993					
留存收益	7270	8834	10601	12624					
归属母公司股东权益	10634	12199	13965	15988					
负债和股东权益	25073	28312	31932	36040					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
经营活动现金流	3426	3573	4667	4527	营业收入	13.9%	17.0%	15.5%	15.3%
净利润	1227	1565	1767	2023	营业利润	16.2%	27.4%	13.0%	14.4%
折旧摊销	903	2269	2294	2318	归属于母公司净利	19.0%	27.5%	12.9%	14.5%
财务费用	14	61	61	61	获利能力				
投资损失	-9	0	0	0	毛利率(%)	47.6%	47.5%	47.4%	47.5%
营运资金变动	442	-1121	-355	-905	净利率(%)	8.4%	9.2%	9.0%	8.9%
其他经营现金流	1636	3486	3022	3958	ROE(%)	11.5%	12.8%	12.6%	12.7%
投资活动现金流	-342	-1802	-1798	-1788	ROIC(%)	9.6%	7.5%	7.5%	7.6%
资本支出	-469	-1803	-1798	-1789	偿债能力				
长期投资	0	1	1	1	资产负债率(%)	33.5%	32.6%	31.7%	30.9%
其他投资现金流	127	0	0	0	净负债比率(%)	50.4%	48.4%	46.4%	44.6%
筹资活动现金流	-1384	-61	-61	-61	流动比率	2.88	3.06	3.23	3.38
短期借款	407	0	0	0	速动比率	1.88	1.95	2.12	2.23
长期借款	261	0	0	0	营运能力				
普通股增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.60	0.62	0.63
资本公积增加	-14	0	0	0	应收账款周转率	14.54	12.68	13.55	13.10
其他筹资现金流	-2039	-61	-61	-61	应付账款周转率	2.40	2.43	2.41	2.42
现金净增加额	1650	1710	2808	2677	每股指标(元)				
					每股收益	0.90	1.14	1.29	1.47
					每股经营现金流薄)	2.50	2.61	3.40	3.30
					每股净资产	7.75	8.89	10.18	11.66
					估值比率				
					P/E	50.26	41.52	36.78	32.12
					P/B	5.80	5.33	4.65	4.06
					EV/EBITDA	16.85	13.09	11.69	10.35

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。

分析师：李昌幸，医药分析师，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。