



Research and
Development Center

H1 净利润稳健增长，大品种战略成效 显现

—同 仁 堂(600085)公司首次覆盖报告

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

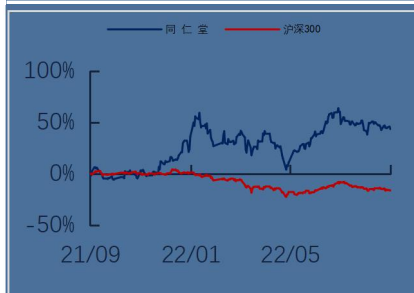
公司研究

公司首次覆盖报告

同 仁 堂(600085)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	45.16
52周内股价波动区间(元)	54.06-31.17
最近一月涨跌幅(%)	-8.14
总股本(亿股)	13.71
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	619.36

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

H1 净利润稳健增长，大品种战略成效显著

2022年09月07日

报告内容摘要：

◆**疫情影响下净利润稳健增长，前五名系列放量较好。**2022上半年同仁堂股份实现营收75.07亿元(+2.01%)，归母净利润7.43亿元(+19.12%)，受疫情影响，子公司同仁堂国药业绩同比下滑，同仁堂商业业绩增速放缓，但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。公司积极推进降本增效，提升生产效率，有效管控成本，销售毛利率有所提升，净利润稳健增长。前五名系列营收24.60亿元(+9.94%)，毛利率较上年同期提升2.59pct，增长态势较好且盈利能力增强。

◆**分板块制定十四五期间发展战略。**1) 工业制药板块将以打造中药产业集群为目标，优化业务布局及产品规划；有计划地研发新品种和引进新品种，打造差异化竞争力；加强供应链管理，推动工业制造转型升级，实现精益化生产管理，打造多品种全渠道的营销体系。2) 商业零售板块将坚持发展“名店、名药、名医”相结合的综合型药店及配套医疗机构，培育发展物流配送业务，拓展医药电商领域；3) 海外业务板块将进一步优化完善产业布局，加强品种群建设，统筹线上线下渠道联动。

◆**安牛独门制作工艺药性稳定、双天然原料形成疗效壁垒。**安宫牛黄丸天然原材料稀缺且存在使用限制，公司“双天然”产品具备护城河属性，长期发展空间广阔。从电商零售终端售价来看，同仁堂安牛处于第一梯队，安宫牛黄丸在2012-2022年间单价从350元增长至860元，提升145.71%，显示其具备高端保健品的消费属性。

◆**盈利预测与投资评级：**同仁堂股份具备较强品牌知名度，安牛具备护城河属性，其天然原材料稀缺且存在使用限制，保值增值属性好，长期发展动力较足。我们预计公司2022-2024年营业收入分别为163.45/184.44/208.44亿元，归母净利润分别15.76/18.53/21.77亿元，EPS分别为1.15/1.35/1.59元，PE分别为39/33/28X。首次覆盖，给与“增持”评级。

◆**风险因素：**行业政策风险、原材料与质量标准风险、市场风险、市场竞争风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	12,826	14,603	16,345	18,444	20,844
增长率 YoY%	-3.4%	13.9%	11.9%	12.8%	13.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,031	1,227	1,576	1,853	2,177
增长率 YoY%	4.7%	19.0%	28.4%	17.6%	17.5%
毛利率%	47.0%	47.6%	48.8%	49.4%	50.0%
净资产收益率 ROE%	10.5%	11.5%	12.9%	13.1%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.89	1.15	1.35	1.59
市盈率 P/E(倍)	31.78	50.26	39.30	33.43	28.45
市净率 P/B(倍)	3.33	5.80	5.06	4.39	3.80

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2022年09月06日收盘价

目录

一、 公司分析：	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析：疫情影响下净利润稳健增长，前五名系列放量较好	5
3、 全面落实十四五规划，推动公司高质量发展	7
二、 行业分析：	7
1、 中药行业迎来发展机遇，看好 OTC 品牌药企	7
2、 安牛独门制作工艺药性稳定、双天然原料形成疗效壁垒	8
三、 盈利预测、估值与投资评级	10
1、 盈利预测和假设	10
2、 盈利预测结果	10
3、 估值结论与投资评级	11
四、 风险因素	12
1、 行业政策风险	12
2、 原材料与质量标准风险	12
3、 市场风险	12
4、 市场竞争风险	12

表目录

表 1：2021 年公司营业收入前五名系列产品介绍	6
表 2：2021 年中国城市实体药店终端中成药产品 TOP20	8
表 3：部分安宫牛黄丸生产企业材料来源和产品售价	9
表 4：同仁堂盈利预测假设	10
表 5：同仁堂盈利预测结果	10
表 6：同仁堂可比公司估值结果	11

图目录

图 1：公司官网大品种展示（部分）	4
图 2：2018-2022H1 公司营业收入情况	5
图 3：2018-2022H1 公司归母净利润情况	5
图 4：2018-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化	5
图 5：2018-2022H1 公司费用率变化	5
图 6：2017-2021 公司营业收入结构	6
图 7：2017-2021 公司分业务毛利率变化	6
图 8：2018-2022H1 公司总资产及资产负债率呈上升趋势	6
图 9：2018-2022H1 公司经营现金净流量及净现比	6
图 10：第 7 次人口普查数据：我国人口年龄组成结构	7
图 11：我国人均医疗消费支出占总消费支出比重	7

一、 公司分析：

1、 公司概况

北京同仁堂股份有限公司（以下简称同仁堂、公司等）创始于 1669 年（清康熙八年），至今已有 353 年历史。公司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，知名度较高。

据 2021 年报，截止报告期末，公司已更新优化 300 余个药材质量标准。在科研开发方面，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。创新产品开发方面，关注空白领域及市场应用前景，根据经典名方目录，筛选确定先期开发的 10 个品种；持续推进清脑宣窍滴丸新药 III 期临床研究，培育具有自主知识产权复方新药，拓宽治疗心脑血管疾病领域产品链。公司产品剂型丰富，涵盖丸剂、散剂、酒剂及胶囊剂、口服液、滴丸剂等 20 余个剂型，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。

图 1：公司官网大品种展示（部分）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

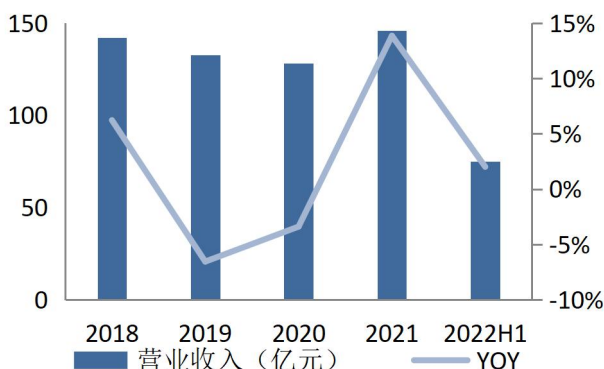
2021 年 6 月，同仁堂集团召开国企改革三年行动推进会，成立改革工作领导小组、制定了行动方案 and 任务清单，要求全系统充分认识改革重要性，坚持市场化改革方向，完善体制机制，狠抓重点任务确保改革措施落地见效，着力解决掣肘问题，突破发展瓶颈，推动集团迈向高质量发展。公司作为集团核心子公司和重要上市平台，是改革的发力点。

公司参与集团企业年金计划，以调动员工积极性。2021 年 6 月 26 日，公司公告企业年金方案实施细则，同仁堂股份将参加集团企业年金计划，实施范围为公司及所属在京子公司，计划于 2021 年 7 月 1 日起开始实施，可以看到公司对员工激励的重视提高，员工积极性有望增强。

2、 财务分析：疫情影响下净利润稳健增长，前五名系列放量较好

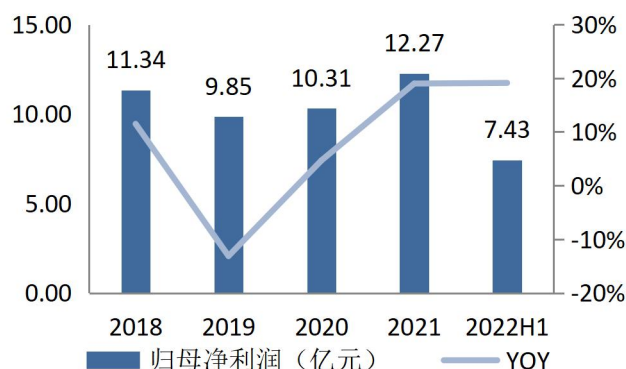
2021 年，公司实现营收 146.03 亿元（+13.86%），归母净利润 12.27 亿元（+19.00%），系产品销量增长所致。2022 上半年公司实现营收 75.07 亿元（+2.01%），归母净利润 7.43 亿元（+19.12%），受疫情影响，同仁堂国药业绩同比下滑，同仁堂商业业绩增速放缓，同时，公司大力推进营销改革、调整部分产品售价、努力克服不利因素影响，营业收入同比略有增长。同时公司积极推进降本增效，提升生产效率，有效管控成本，销售毛利率有所提升。

图 2：2018-2022H1 公司营业收入情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

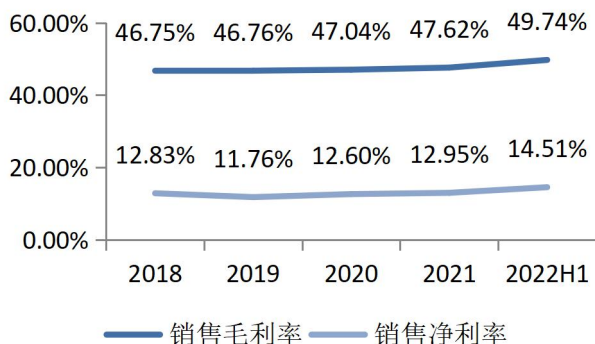
图 3：2018-2022H1 公司归母净利润情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

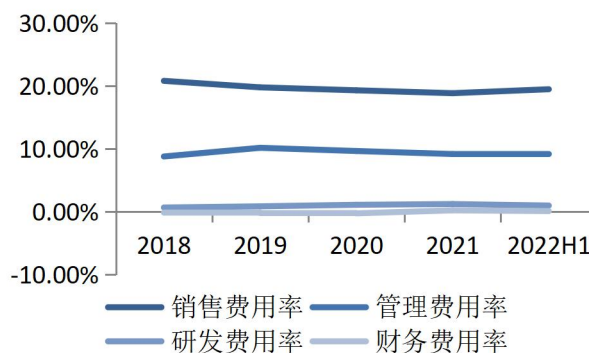
从毛利率来看，2019-2022H1，公司整体销售毛利率略有上升，四项费用率基本保持稳定，2022H1 净利率比上年同期有所提升，盈利能力提升。

图 4：2018-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 5：2018-2022H1 公司费用率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

公司产品主要依靠传统经销商渠道，部分通过自有零售药店销往终端，通过各地药品招标采购方式销售的产品份额较小。分治疗领域来看：1）心脑血管类：主要包括安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列，2021 年实现营收 36.29 亿元（+20.80%），占比总营收 40.89%；2）补益类：主要包括六味地黄系列、金匱肾气系列，其中金匱肾气系列为处方药，2021 年营收为 14.56 亿元（-2.60%）；3）清热类：实现收入 5.24 亿元（+0.48%），代表品种包括感冒清热系列、牛黄解毒系列、牛黄清胃系列、连翘败毒丸系列等；4）妇科类：实现收入 3.80 亿元（+23.83%），代表品种包括同仁乌鸡白凤系列、坤宝丸、调经促孕丸等。5）其他：2021 年其他药品实现营收 28.87 亿元（+18.90%）。

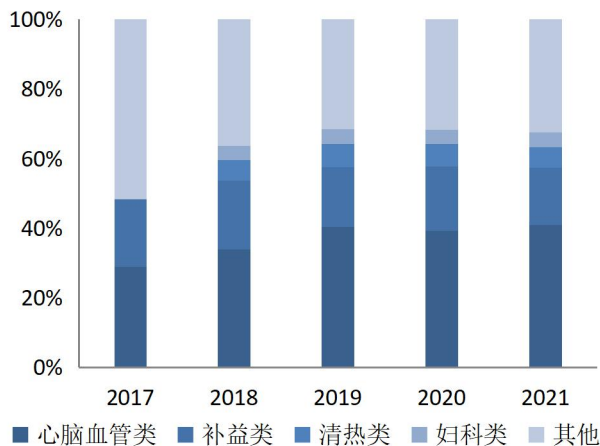
2022H1 公司前五名系列营收 24.60 亿元（+9.94%），毛利率较上年同期提升 2.59pct，增长态势较好且盈利能力增强。

表 1：2021 年公司营业收入前五名系列产品介绍

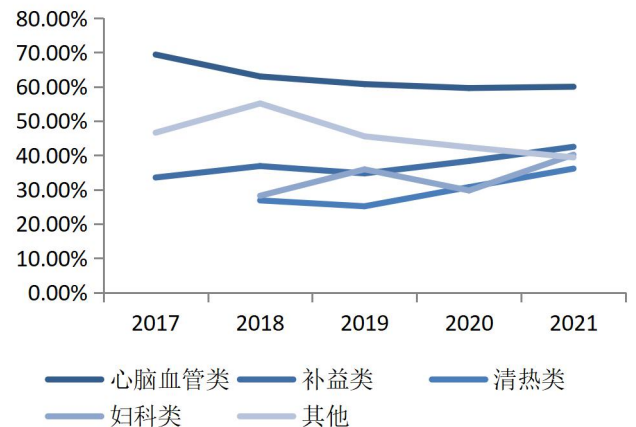
细分行业	主要治疗领域	药（产）品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
中成药	心脑血管类	安宫牛黄系列	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	是	否	是	是
中成药	心脑血管类	同仁牛黄清心系列	益气养血，镇静安神，化痰熄风。用于气血不足，痰热上扰引起：胸中郁热，惊悸虚烦，头目眩晕，中风不语，口眼歪斜，半身不遂，言语不清，神志昏迷，痰涎壅盛。	是	否	否	否
中成药	心脑血管类	同仁大活络系列	祛风，舒筋，活络，除湿。用于风寒湿痹引起的肢体疼痛，手足麻木，筋脉拘挛，中风瘫痪，口眼歪斜，半身不遂，言语不清。	是	否	否	否
中成药	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	是	是
中成药	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	是	是

资料来源：公司 2021 年报，信达证券研发中心

2019-2021 公司营收结构基本保持稳定，从分产品毛利率来看，2021 年心脑血管类和补益类毛利率较高，补益类业务毛利率呈波动上升趋势。

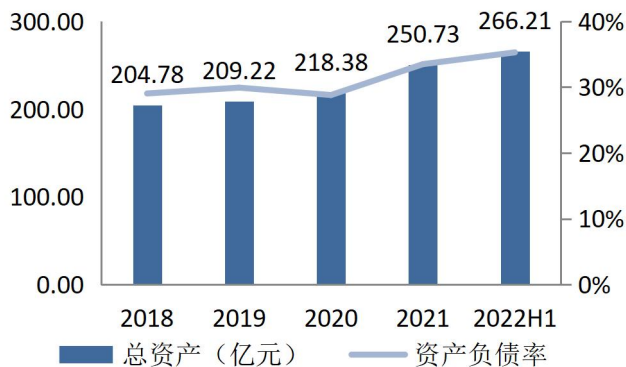
图 6：2017-2021 公司营业收入结构


资料来源：wind, 信达证券研发中心

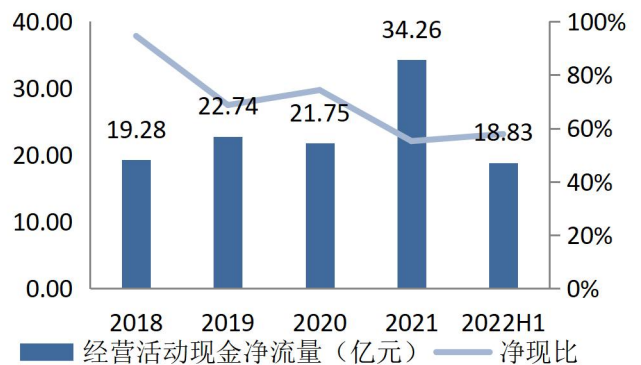
图 7：2017-2021 公司分业务毛利率变化


资料来源：wind, 信达证券研发中心

2022H1 公司总资产为 255.21 亿元，资产负债率为 35.30%，2022H1 净现比约 60%。

图 8：2018-2022H1 公司总资产及资产负债率呈上升趋势


资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 9：2018-2022H1 公司经营现金净流量及净现比


资料来源：wind, 信达证券研发中心

3、 全面落实十四五规划，推动公司高质量发展

公司以推动高质量发展为主题，以改革创新为动力，聚焦主责主业，坚持做精、做优、做强、做长，实现高质量发展。公司十四五战略规划安排如下：

工业制药板块将以打造中药产业集群为目标，优化业务布局及产品规划，筛选临床价值和保健功能凸显、发展潜力大的品种进行重点推广和培育；有计划地研发新品种和引进新品种，进一步增强同仁堂品种群的资源优势，打造差异化竞争力；加强供应链管理，提升检测能力并推动建立全面药品追溯体系、种养殖基地药材追溯体系，实现中药全程质量可追溯；推动工业制造转型升级，加强中药工业智能化、信息化、数字化建设，实现精益化生产管理；积极推动营销改革，加大工商协同，提升商业营销竞争力，打造多品种全渠道的营销体系。

商业零售板块将坚持发展“名店、名药、名医”相结合的综合性和配套医疗机构，培育发展物流配送业务，拓展医药电商领域；统筹全国零售网络布局，通过各种合作方式实现资源整合，做大零售终端规模；推动服务标准化、经营智慧化，围绕客户需求与体验加快核心能力的构建。

海外业务板块将进一步优化完善产业布局，加强品种群建设，统筹线上线下渠道联动，完善创新业务模式，在海外疫情严峻的经营环境下，化危为机，不断探索新的发展模式。

二、 行业分析：

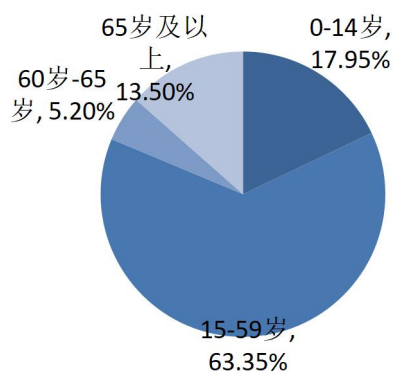
1、 中药行业迎来发展机遇，看好 OTC 品牌药企

2021 年中药工业复苏明显，行业迎来新机遇。据米内网统计，中成药生产企业销售规模自 2018 年以来有所下降，系中药行业生产规范及“限辅”政策落地影响。据昆药集团中报，从终端销售渠道来看，2021 年公立医疗机构中成药销售 2,508 亿元（+4.90%），城市零售药店中成药销售 1,117 亿元（+4.40%），在疫情影响下仍呈复苏趋势。

在需求端，随着老龄化程度加深、民众健康意识提高，催化了中医大健康产业的蓬勃发展。2014-2020 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长，人均医疗消费支出占总消费支出比重由 7.20% 增加至 8.69%，医疗支付意愿提升。

在供给端，中医药政策红利持续释放，国家大力支持中医药事业，深化医疗保障制度改革与医疗服务定价改革，坚持中西医并重，支持和促进中医药传承创新发展。疫情催化新零售渠道变革，线上渠道高速扩张，催化品牌集中度进一步提升，**品牌延展、渠道扩张、定价能力强的品牌中药企业将逐渐步入高质量发展阶段。**

图 10：第 7 次人口普查数据：我国人口年龄组成结构



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 11：我国人均医疗消费支出占总消费支出比重



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

随着“互联网+”强势影响医疗行业，中药企业强化品牌塑造，加快电商业务发展，进一步优化线上、线下相融合的新零售模式，打造中医药大健康消费潮流，向高端日化和膳食领域拓展。如同仁堂御酒食品酒、寿仙谷破壁灵芝孢子粉等，是品牌和功效的延伸，为企业带来新的业绩增长点。

2、安牛独门制作工艺药性稳定、双天然原料形成疗效壁垒

据《中国心血管健康与疾病报告 2020 概要》，2018 年中国居民脑血管病(粗)死亡率为 149.49/10 万，占总死亡人数的 22.33%，位居死因顺位的第 3 位。与化学药相比，心脑血管中成药治疗方案灵活，毒副作用较小，且具有预防保健、适合长期使用治疗慢性病的优点。同仁堂安宫牛黄丸属于脑卒中的急性期抢救药，此外同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸，消栓再造丸、再造丸、偏瘫复原丸和清眩治瘫丸也属于脑血管用药。《安宫牛黄丸 HPLC 指纹图谱及其多成分化学模式分析》研究指出，各厂家生产的安牛产品有效成分和质量稳定性存在差异。

同仁堂具备独门制作工艺、双天然原料形成疗效壁垒。公司药材研磨、均匀混合蜜丸手工包裹金诀窍及蜡丸封蜡技工等工艺独家，制作技艺被国务院纳入非物质文化遗产名录。安牛采用天然牛黄、天然麝香等 11 味原料，具清热解毒、镇惊开窍的功效，用于热病、邪入心包、高热惊厥、神昏谵语，保护心脑血管健康。天然牛黄有清热解毒、镇惊开窍功效，天然麝香有开窍醒神功效，天然原料疗效和价格高于人工培育原料。此外，北京同仁堂是由国家特批许可使用天然麝香、天然牛黄的少数生产企业之一，“双天然”领域竞品较少。

据米内网统计，2021 年中国城市零售药店终端中，心脑血管中成药市场规模超过 100 亿元，在中成药 13 个治疗大类中仅次于呼吸系统及消化系统用药。中成药产品销售额 TOP 20 中，安牛位居第二，2021 年销售额同比增速领跑（30.12%）；中成药品牌 TOP20 中，同仁堂股份及同仁堂科技均以安牛上榜，这得益于高品质原材料和优良制作工艺，市场认可度高。

表 2：2021 年中国城市实体药店终端中成药产品 TOP20

排名	产品名称	销售额（亿元）	治疗类别
1	阿胶	51.40	补血用药
2	安宫牛黄丸	36.83	脑血管疾病用药
3	感冒灵颗粒	21.20	感冒用药
4	藿香正气口服液	15.82	心血管疾病用药
5	健胃消食片	14.71	脑血管疾病用药
6	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	12.52	心血管疾病用药
7	舒筋健腰丸	11.96	脑血管疾病用药
8	连花清瘟胶囊	10.21	感冒用药
9	肠炎宁片	9.95	肠道用药
10	片仔癀	9.89	肝病用药
11	板蓝根颗粒	9.50	清热解毒用药
12	六味地黄丸	8.66	壮腰健肾用药
13	蓝岑口服液	8.58	咽喉用药
14	蒲地蓝消炎片	7.47	清热解毒用药
15	益安宁片	7.35	补气用药
16	铁皮枫斗颗粒	7.21	止咳祛痰平喘用药
17	小柴胡颗粒	6.80	感冒用药
18	消痛贴膏	6.64	消肿止痛用药
19	复方丹参滴丸	6.62	心血管疾病用药
20	双黄连口服液	6.46	感冒用药

资料来源：米内网，信达证券研发中心

安宫牛黄丸天然原材料稀缺且存在使用限制，公司“双天然”产品具备护城河属性，长期发展空间广阔。从电商零售终端售价来看，同仁堂安牛处于第一梯队，安宫牛黄丸在2012-2022年间单价从350元增长至860元，提升145.71%，显示其具备高端保健品的消费属性。

从盈利能力来看，2018-2021年，片仔癀公司的肝病用药产品营收规模从17.97亿元增长至37.01亿元，毛利率保持在82%左右，而同仁堂心脑血管系列产品2021年毛利率为59.96%，存在提升空间。我们认为公司心脑血管类产品市场前景良好。

表3：部分安宫牛黄丸生产企业材料来源和产品售价

企业名称	牛黄材料来源	麝香材料来源	单价（元/3g）
本公司和同仁堂科技	天然牛黄	天然麝香	860
中新药业（达仁堂）	天然牛黄	天然麝香	855
片仔癀（龙晖药业有限公司）	天然牛黄	天然麝香	798
山西广誉远国药有限公司	天然牛黄	人工麝香（单天然系列）	368
		天然麝香（双天然系列）	880
吉林正辉煌药业有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	65~89
孔圣堂（唐山）制药有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	68
吉林省抚松制药股份有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	39
济宁市华侨药业集团有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	75~98
吉林省正辉煌药业有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	103~149
广州白云山中一药业有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	100~188
杭州胡庆余堂药业有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	104
山东宏济堂制药集团股份有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	164~449
南京同仁堂	体外培育牛黄	人工麝香	175
成都同仁堂金鼎药业有限公司	体外培育牛黄	人工麝香	299
国药集团冯了性（佛山）药业有限公司	牛黄	人工麝香	130~144

资料来源：淘宝APP（采取8月31日部分产品零售价格），信达证券研发中心整理

三、 盈利预测、估值与投资评级

1、 盈利预测和假设

我们假设：

(1) 医药工业：1) 心脑血管类：公司心脑血管类产品具备增长潜力，我们预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 27.0%/18.2%/18.2%；2) 补益类：人口老龄化带动中药保健品消费，看好 OTC 保健品潜力，我们预计 2022-2024 年该业务营收增速分别为 6.7%/6.8%/6.9%；3) 清热类：我们预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 10.1%/10.5%/10.6%；4) 妇科类：公司乌鸡白凤丸、坤宝丸知名度较好，我们预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 16.4%/13.7%/13.7%；5) 其他：考虑公司历史情况，我们预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 15.0%/15.0%/15.0%。

(2) 医药商业：考虑今年疫情影响及中报情况，我们预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 5.0%/10.0%/10.0%。

(3) 内部抵消：考虑今年疫情影响及中报情况，我们预计 2022-2024 年该板块收入增速分别为 12.0%/12.0%/12.0%。

表 4：同仁堂盈利预测假设

项目	2021	2022E	2023E	2024E
医药工业				
营业收入（百万元）	8,876	10,500	12,063	13,879
YOY	15.99%	18.30%	14.88%	15.05%
医药商业				
营业收入（百万元）	8,241	8,653	9,518	10,470
YOY	12.64%	5.00%	10.00%	10.00%
内部抵消				
营业收入（百万元）	-2,746	-3,075	-3,444	-3,858
YOY	17.51%	12.00%	12.00%	12.00%
费用率				
销售费用率	18.82%	19.50%	19.50%	19.50%
管理费用率	9.15%	10.00%	10.00%	10.00%
研发费用率	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%

资料来源：wind, 信达证券研发中心

2、 盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 163.45/184.44/208.44 亿元，归母净利润分别 15.76/18.53/21.77 亿元，EPS 分别为 1.15/1.35/1.59 元，PE 分别为 39/33/28X。

表 5：同仁堂盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	12,826	14,603	16,345	18,444	20,844
同比（%）	-3.4%	13.9%	11.9%	12.8%	13.0%
归属母公司净利润（百万元）	1,031	1,227	1,576	1,853	2,177
同比（%）	4.7%	19.0%	28.4%	17.6%	17.5%
毛利率（%）	47.0%	47.6%	48.8%	49.4%	50.0%
ROE%	10.5%	11.5%	12.9%	13.1%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.89	1.15	1.35	1.59
P/E	31.78	50.26	39.30	33.43	28.45

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 06 日收盘价

3、 估值结论与投资评级

同仁堂可比公司为云南白药、片仔癀、东阿阿胶,2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 36.66 倍,我们认为同仁堂具备品牌知名度,大单品放量情况较好,首次覆盖,给与“增持”评级。

表 6：同仁堂可比公司估值结果

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600436.SH	片仔癀*	1773.87	24.31	28.57	34.50	72.96	62.10	51.41
000538.SZ	云南白药	923.05	28.04	41.40	48.81	32.92	22.30	18.91
000423.SZ	东阿阿胶	223.15	4.40	8.72	11.33	50.67	25.59	19.69
行业平均						52.18	36.66	30.01
600085.SH	同仁堂*	619.36	12.27	15.76	18.53	50.48	39.30	33.42

资料来源: wind,信达证券研发中心,注:股价为 2022 年 09 月 06 日收盘价,*为信达证券研发中心预测,其余为 wind 一致盈利预测

四、 风险因素

1、 行业政策风险

随着医药卫生体制改革深入推进，医药管理体制和运行机制、医疗卫生保障体制、医药监管等方面改革措施相继出台，特别是带量采购、医保目录调整、医保支付方式改革等政策的落地，使药企原有经营模式受到冲击，医药市场格局持续变化，行业竞争加剧。

2、 原材料与质量标准风险

受种植环境、气候变化、突发疫情、环保政策及检测标准提升等多种因素影响，中药材、中药饮片供应量及供应价格波动频繁，对企业运营成本产生较大影响。药品质量关系着人民群众身体健康和生命安全，新《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》要求落实药品全生命周期管理，强化责任追究，新版《中国药典》对中药材及中药饮片的农残、重金属等药品标准提出更高要求，一方面为保障药品安全、有效和质量可控奠定法律基础，另一方面对企业履行药品质量的主体责任提出更高要求。

3、 市场风险

因新冠疫情，各国经济发展变化、地缘政治环境变化、海外政治局势动荡、疫情防控政策等各方面因素存在不确定性，企业正常生产经营活动受到一定影响。公司严格落实国家及地方发布的各项疫情防控要求，根据疫情防控形势科学部署，确保生产安全与稳定。同时积极调整销售策略，努力降低疫情带来的经营风险。同仁堂国药作为公司唯一的海外分销平台，多年来深耕境外市场，国外疫情的持续升级为其日常经营带来诸多考验。同仁堂国药将制定更具同仁堂特色及更加符合各地消费文化、购物习惯的市场推广战略。

4、 市场竞争风险

公司大单品如安宫牛黄丸和六味地黄丸存在较多竞品，若同行市场竞争加剧，可能对公司造成市场竞争风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	16,527	18,174	20,530	24,045	28,104
货币资金	8,349	9,926	10,959	13,595	16,255
应收票据	249	493	435	556	591
应收账款	1,141	1,004	1,289	1,362	1,591
预付账款	265	185	265	261	310
存货	6,061	6,169	7,109	7,727	8,735
其他	461	396	474	544	621
非流动资产	5,311	6,899	7,008	7,044	7,049
长期股权投资	15	14	14	14	14
固定资产(合计)	4,081	3,938	3,818	3,689	3,545
无形资产	643	736	982	1,164	1,338
其他	571	2,210	2,193	2,176	2,151
资产总计	21,838	25,073	27,538	31,088	35,153
流动负债	5,598	6,302	6,308	6,981	7,684
短期借款	424	831	400	400	400
应付票据	100	38	41	46	52
应付账款	2,765	3,193	3,450	3,871	4,307
其他	2,310	2,241	2,416	2,664	2,926
非流动负债	693	2,098	2,098	2,098	2,098
长期借款	483	745	745	745	745
其他	210	1,353	1,353	1,353	1,353
负债合计	6,291	8,400	8,406	9,079	9,782
少数股东权益	5,715	6,039	6,890	7,892	9,068
归属母公司股东权益	9,832	10,634	12,242	14,117	16,302
负债和股东权益	21,838	25,073	27,538	31,088	35,153

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,826	14,603	16,345	18,444	20,844
同比(%)	-3.4%	13.9%	11.9%	12.8%	13.0%
归属母公司净利润	1,031	1,227	1,576	1,853	2,177
同比(%)	4.7%	19.0%	28.4%	17.6%	17.5%
毛利率(%)	47.0%	47.6%	48.8%	49.4%	50.0%
ROE%	10.5%	11.5%	12.9%	13.1%	13.4%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.89	1.15	1.35	1.59
P/E	31.78	50.26	39.30	33.43	28.45
P/B	3.33	5.80	5.06	4.39	3.80
EV/EBITDA	10.57	15.98	17.48	14.51	11.86

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,826	14,603	16,345	18,444	20,844
营业成本	6,792	7,648	8,369	9,332	10,415
营业税金及附加	137	155	173	196	221
销售费用	2,473	2,748	3,187	3,597	4,065
管理费用	1,236	1,335	1,634	1,844	2,084
研发费用	138	176	197	222	251
财务费用	-36	30	-146	-196	-245
减值损失合计	-113	-222	-2	-2	-2
投资净收益	1	9	6	9	9
其他	31	31	55	58	68
营业利润	2,005	2,328	2,989	3,513	4,128
营业外收支	-22	-1	0	0	0
利润总额	1,983	2,327	2,989	3,513	4,128
所得税	367	437	561	659	774
净利润	1,616	1,891	2,428	2,854	3,353
少数股东损益	585	663	852	1,001	1,177
归属母公司净利润	1,031	1,227	1,576	1,853	2,177
EBITDA	2,475	3,442	3,077	3,525	4,087
EPS(当年)(元)	0.75	0.89	1.15	1.35	1.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	2,175	3,426	1,944	3,023	3,033
净利润	1,616	1,891	2,428	2,854	3,353
折旧摊销	425	903	293	272	279
财务费用	-49	14	72	63	63
投资损失	-1	-9	-6	-9	-9
营运资金变动	75	442	-838	-154	-647
其它	108	187	-6	-3	-6
投资活动现金流	-961	-342	-408	-324	-311
资本支出	-1,136	-469	-360	-280	-267
长期投资	8	0	-50	-50	-50
其他	167	127	3	6	6
筹资活动现金流	-439	-1,384	-503	-63	-63
吸收投资	54	20	0	0	0
借款	202	-123	-431	0	0
支付利息或股息	-695	-731	-72	-63	-63
现金流净增加额	679	1,650	1,033	2,636	2,659

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5 年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021 年 4 月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得 2015/2016/2017 年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiatie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。