

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

同仁堂(600085)

投资评级 **增持**

上次评级 **增持**

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

疫情影响利润短期承压，持续深化营销改革

2022 年 10 月 28 日

事件：同仁堂发布 2022 年第三季度报告，2022 年前三季度公司实现营业收入 109.00 亿元，同比增长 2.03%，归母净利润 10.03 亿元，同比增长 9.01%。第三季度公司实现营业收入 33.93 亿元，同比增长 2.09%，归母净利润 2.59 亿元，同比下滑 12.33%。

点评：

- **克服疫情等不利影响，Q3 营收稳健增长。**2022 年单三季度公司实现营业收入 33.93 亿元，同比增长 2.09%，归母净利润 2.59 亿元，同比下滑 12.33%。据公司公告，公司高效统筹疫情防控和生产经营，持续深化营销改革，努力克服新冠肺炎疫情散发等不利因素影响，Q3 营业收入同比略有增长。Q3 归母净利润同比下降，主要是受疫情等因素影响，部分子公司业绩有所波动，且公司各季度间费用支出不均衡所致。
- **持续深化营销改革，全面推进精准营销。**据公司公告，公司不断强化全员营销意识，坚持“不饱和”营销模式，品种管理由粗放集约向“目标管理+过程管理”的精细化管控模式迈进，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。同时科学分解指标，动态跟进精准施策，大力开发半空白市场与区域特色品种，深耕终端市场。并不断加大普及力度，宣传科普中医药文化和养生知识。
- **品种优势明显，安牛具备发展潜力。**公司拥有以安丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等为代表的产品以及众多经典药品，常年生产的中成药超过 400 个品规，品种资源丰富。其中，安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。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 153.01/172.28/ 194.28 亿元，归母净利润分别 14.71/17.25/20.21 亿元，维持“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	15,301	17,228	19,428
增长率 YoY %	-3.4%	13.9%	4.8%	12.6%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,031	1,227	1,471	1,725	2,021
增长率 YoY%	4.7%	19.0%	19.8%	17.3%	17.1%
毛利率%	47.0%	47.6%	48.7%	49.3%	49.9%
净资产收益率 ROE%	10.5%	11.5%	12.1%	12.4%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.89	1.07	1.26	1.47
市盈率 P/E(倍)	31.78	50.26	52.53	44.77	38.23
市净率 P/B(倍)	3.33	5.80	6.37	5.56	4.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价

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	20,042	23,310	27,075	
货币资金	8,349	9,926	11,042	13,501	15,971	
应收票据	249	493	407	520	551	
应收账款	1,141	1,004	1,207	1,272	1,483	
预付账款	265	185	248	244	290	
存货	6,061	6,169	6,671	7,238	8,168	
其他	461	396	467	536	612	
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	27,049	30,354	34,124	
流动负债	5,598	6,302	5,981	6,605	7,254	
短期借款	424	831	400	400	400	
应付票据	100	38	39	43	48	
应付账款	2,765	3,193	3,237	3,626	4,027	
其他	2,310	2,241	2,305	2,536	2,779	
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	8,079	8,703	9,352	
少数股东权益	5,715	6,039	6,833	7,766	8,858	
归母权益	9,832	10,634	12,137	13,884	15,913	
负债和股东权益	21,838	25,073	27,049	30,354	34,124	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	12,826	14,603	15,301	17,228	19,428	
同比(%)	-3.4%	13.9%	4.8%	12.6%	12.8%	
归属母公司净利润	1,031	1,227	1,471	1,725	2,021	
同比(%)	4.7%	19.0%	19.8%	17.3%	17.1%	
毛利率(%)	47.0%	47.6%	48.7%	49.3%	49.9%	
ROE%	10.5%	11.5%	12.1%	12.4%	12.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.75	0.89	1.07	1.26	1.47	
P/E	31.78	50.26	52.53	44.77	38.23	
P/B	3.33	5.80	6.37	5.56	4.85	
EV/EBITDA	10.57	15.98	23.96	20.25	16.88	

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	15,301	17,228	19,428	
营业成本	6,792	7,648	7,853	8,741	9,738	
营业税及附加	137	155	162	183	206	
销售费用	2,473	2,748	2,984	3,360	3,789	
管理费用	1,236	1,335	1,530	1,723	1,943	
研发费用	138	176	184	208	234	
财务费用	-36	30	-146	-197	-244	
减值损失合计	-113	-222	-2	-2	-2	
投资净收益	1	9	5	8	8	
其他	31	31	52	54	63	
营业利润	2,005	2,328	2,789	3,272	3,832	
营业外收支	-22	-1	0	0	0	
利润总额	1,983	2,327	2,789	3,272	3,832	
所得税	367	437	523	614	719	
净利润	1,616	1,891	2,266	2,658	3,113	
少数股东损益	585	663	795	933	1,092	
归属母公司净利润	1,031	1,227	1,471	1,725	2,021	
EBITDA	2,475	3,442	2,880	3,286	3,797	
EPS(当年)(元)	0.75	0.89	1.07	1.26	1.47	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,175	3,426	2,028	2,846	2,845	
净利润	1,616	1,891	2,266	2,658	3,113	
折旧摊销	425	903	293	272	279	
财务费用	-49	14	72	63	63	
投资损失	-1	-9	-5	-8	-8	
营运资金变动	75	442	-592	-136	-596	
其它	108	187	-6	-3	-6	
投资活动现金流	-961	-342	-409	-325	-312	
资本支出	-1,136	-469	-361	-280	-267	
长期投资	8	0	-50	-50	-50	
其他	167	127	2	5	5	
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	1,116	2,459	2,471	

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。

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。

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。

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	秘侨	18513322185	miqiao@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	suntong@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。