

2023年03月28日

同仁堂 (600085.SH)

公司快报

医药 | 中成药III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2023-03-27)

49.57 元

交易数据

总市值(百万元)	67,983.78
流通市值(百万元)	67,983.78
总股本(百万股)	1,371.47
流通股本(百万股)	1,371.47
12个月价格区间	52.72/35.94

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.15	6.27	18.81
绝对收益	3.38	9.47	14.93

分析师

周平

 SAC 执业证书编号: S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn

相关报告

投资要点

- ◆ **业绩保持稳定增长，盈利能力稳中有升：**2022 年报实现收入 153.72 亿元（+5%）、归母净利润 14.26 亿元（+16%）、扣非后归母净利润 13.99 亿元（+16%）。分业务来看，医药工业实现收入 98.40 亿元（+11%），毛利率提升 0.82pp 至 48.95%；医药商业实现收入 84.80 亿元（+3%），毛利率下降 0.56pp 至 30.95%。安宫牛黄丸、同仁清心丸等心脑血管类产品实现收入 40.63 亿元（+12%）；六味地黄系列、金匱肾气系列等补益类产品实现收入 15.67 亿元（+7%）；感冒清热系列、牛黄解毒系列等清热类产品实现收入 5.29 亿元（+4%）；乌鸡白凤系列等妇科类产品实现收入 3.48 亿元（-8%）。从盈利能力来看，心脑血管等高毛利产品占比提升推动毛利率提升 1.18pp 至 48.80%，期间费率提升 0.72pp 至 30.10%，净利率提升 1.36pp 至 14.31%。核心子公司同仁堂科技实现收入 59.91 亿元（+11%）和净利润 10.02 亿元（+16%）、同仁堂国药实现收入 14.95 亿元（+16%）和净利润 5.96 亿元（+10%）、同仁堂商业实现收入 85.54 亿元（+3%）和净利润 3.62 亿元（+17%）。
- ◆ **聚焦核心品种，加大营销推广能力。**公司拥有 400 多个中成药品规，覆盖内科、外科、妇科、儿科等类别，核心产品安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、六味地黄丸、金匱肾气丸疗效显著且市场认可度高，OTC 产品具有持续提价能力。公司聚焦核心品种加大宣传推广力度，并通过核心品种带动其他品种销售，实现收入持续稳定增长。发力深化营销改革，优化资源配置，加大重点品种宣传推广力度，加大零售终端布局推广，同仁堂门店数量已增加值 942 家。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.66/19.39/22.27 亿元，增速分别为 17%/16%/15%，对应 PE 分别为 41/35/31 倍。公司业绩稳定增长，品牌知名度高，OTC 产品具有持续提价能力。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格上涨幅度过大导致毛利率降低风险，产品销售不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,603	15,372	17,371	19,657	22,274
YoY(%)	13.9	5.3	13.0	13.2	13.3
净利润(百万元)	1,227	1,426	1,666	1,939	2,227
YoY(%)	19.0	16.2	16.8	16.4	14.9
毛利率(%)	47.6	48.8	48.9	49.4	49.6
EPS(摊薄/元)	0.89	1.04	1.21	1.41	1.62
ROE(%)	11.3	11.9	12.5	12.9	13.1
P/E(倍)	55.4	47.7	40.8	35.1	30.5
P/B(倍)	6.4	5.8	5.2	4.7	4.1
净利率(%)	8.4	9.3	9.6	9.9	10.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18174	20559	22676	25206	28680
现金	9926	11624	12389	13943	15646
应收票据及应收账款	1497	1765	1921	2250	2476
预付账款	185	161	230	212	289
存货	6169	6694	7802	8458	9903
其他流动资产	396	315	334	343	365
非流动资产	6899	6485	6732	7016	7387
长期投资	14	19	19	19	19
固定资产	3942	3813	4099	4467	4873
无形资产	736	746	729	711	692
其他非流动资产	2206	1906	1885	1819	1802
资产总计	25073	27044	29408	32222	36067
流动负债	6302	6336	6785	7222	8258
短期借款	831	310	200	200	200
应付票据及应付账款	3231	3491	4084	4413	5182
其他流动负债	2241	2535	2501	2609	2876
非流动负债	2098	2255	2045	1830	1612
长期借款	745	1222	1012	797	579
其他非流动负债	1353	1033	1033	1033	1033
负债合计	8400	8590	8830	9052	9870
少数股东权益	6039	6647	7544	8588	9787
股本	1371	1371	1371	1371	1371
资本公积	1993	2006	2006	2006	2006
留存收益	7313	8341	10037	12029	14340
归属母公司股东权益	10634	11807	13034	14582	16410
负债和股东权益	25073	27044	29408	32222	36067

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3426	3094	2295	2757	2980
净利润	1891	2199	2563	2983	3426
折旧摊销	396	399	344	385	380
财务费用	30	-5	-47	-58	-75
投资损失	-9	-3	-5	-5	-5
营运资金变动	442	-128	-560	-549	-746
其他经营现金流	677	632	0	0	0
投资活动现金流	-342	-211	-586	-664	-745
筹资活动现金流	-1384	-1310	-944	-538	-532

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.89	1.04	1.21	1.41	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	2.26	1.67	2.01	2.17
每股净资产(最新摊薄)	7.75	8.61	9.50	10.63	11.97

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14603	15372	17371	19657	22274
营业成本	7648	7870	8869	9948	11234
营业税金及附加	155	167	174	197	223
营业费用	2748	3071	3474	3931	4455
管理费用	1335	1342	1477	1671	1893
研发费用	176	217	261	295	334
财务费用	30	-5	-47	-58	-75
资产减值损失	-233	-82	-100	-100	-100
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	9	3	5	5	5
营业利润	2328	2721	3169	3688	4235
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	6	9	10	10	10
利润总额	2327	2717	3164	3683	4230
所得税	437	518	601	700	804
税后利润	1891	2199	2563	2983	3426
少数股东损益	663	774	897	1044	1199
归属母公司净利润	1227	1426	1666	1939	2227
EBITDA	2525	2867	3200	3715	4201

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.9	5.3	13.0	13.2	13.3
营业利润(%)	16.2	16.9	16.4	16.4	14.8
归属于母公司净利润(%)	19.0	16.2	16.8	16.4	14.9
获利能力					
毛利率(%)	47.6	48.8	48.9	49.4	49.6
净利率(%)	8.4	9.3	9.6	9.9	10.0
ROE(%)	11.3	11.9	12.5	12.9	13.1
ROIC(%)	12.5	13.6	15.1	16.1	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	33.5	31.8	30.0	28.1	27.4
流动比率	2.9	3.2	3.3	3.5	3.5
速动比率	1.8	2.1	2.1	2.3	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	10.1	9.4	9.4	9.4	9.4
应付账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	55.4	47.7	40.8	35.1	30.5
P/B	6.4	5.8	5.2	4.7	4.1
EV/EBITDA	26.7	23.0	20.5	17.4	15.2

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn