

**2023年11月02日**

 王睿哲  
 C0062@capital.com.tw  
 目标价(元)

62

**公司基本信息**

产业别	医药生物	
A 股价(2023/11/1)	51.65	
上证指数(2023/11/1)	3023.08	
股价 12 个月高/低	63.88/41.4	
总发行股数(百万)	1371.47	
A 股数(百万)	1371.47	
A 市值(亿元)	708.36	
主要股东	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司 (52.45%)	
每股净值(元)	9.33	
股价/账面净值	5.53	
一个月	三个月	一年
-4.7	-6.1	9.9

**近期评等**

出刊日期	前日收盘	评等
2022/03/29	51.87	买进

**产品组合**

医药工业	56.5%
医药商业	43.5%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	1.2%
一般法人	56.9%

**股价相对大盘走势**

**同仁堂(600085.SH)**
**BUY 买进**
**低基期下 Q3 净利 YOY+56%，符合预期**
**结论与建议：**

- **公司业绩：**公司发布三季报，2023Q1-Q3 实现营收 137.2 亿元，YOY+25.9%，录得归母净利润 13.9 亿元，YOY+38.7%，扣非后归母净利润 13.8 亿元，YOY+39.2%，公司业绩符合预期。其中 Q3 单季度实现营收 39.6 亿元，YOY+16.7%，净利 4.0 亿元，YOY+55.8%，扣非后 YOY+56.5%。
- **低基期叠加动销恢复，Q3 实现较好增长：**公司 Q3 营收实现较快增长，净利大幅增长，我们认为一方面是去年基期偏低(22Q3 营收 YOY+2.1%，净利 YOY-12.3%)，另一方面是防疫管控新政后，公司动销更加顺畅，另外新冠疫情后大品种及补益类品种销售需求均较好。从公司控股公司同仁堂科技（1666.HK）公布的业绩来看，Q3 单季度营收 13.9 亿元，YOY+24%，录得归母净利润 1.5 亿元，YOY+145%，补益类需求较好。
- **综合毛利率提升，费用管控加强：**Q3 单季毛利率为 46.7%，同比增 1.3 个百分点，环比增 1 个百分点，主要是产品销售结构差异。公司期间费用率为 26.9%，同比下降 4.2 个百分点，主要是销售费用率及管理费用率的下降，公司费用管控加强。
- **盈利预计：**我们认为在政府支持中医药传承创新发展的大背景下，公司优质产品及服务将迎来更大的市场空间和发展机遇，公司也在重点培育和推广潜力品种，有计划的研发和引进新品种，加强品种群资源优势，我们看好公司中长期的发展。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 17.5 亿元、20.3 亿元、22.8 亿元，YoY 分别+22.9%、+15.7%、+12.3%，EPS 为 1.3 元、1.5 元、1.7 元，对应 PE 为 41 倍、36 倍、32 倍。公司目前估值虽不低，但公司同仁堂品牌溢价能力高，中医药支持政策下也有较大发展空间，我们维持“买进”建议。
- **风险提示：**原材料价格上涨超预期、市场竞争加剧

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023F	2024F	2025F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1227	1426	1752	2027	2276
同比增减	%	19.00	16.17	22.90	15.69	12.29
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.90	1.04	1.28	1.48	1.66
同比增减	%	19.02	16.20	22.85	15.69	12.29
市盈率(P/E)	X	59.20	50.94	41.47	35.84	31.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.29	0.32	0.45	0.18	0.58
GON 股息率 (Yield)	%	0.55	0.60	0.84	0.33	1.10

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
营业收入	14603	15372	17968	20242	22606
经营成本	7648	7870	9547	10539	11748
主营业务利润	155	167	172	202	226
销售费用	2748	3071	3308	3866	4318
管理费用	1335	1342	1429	1680	1876
财务费用	30	-5	-81	-61	-68
资产减值损失			0	0	0
投资收益	9	3	3	0	0
营业利润	2328	2721	3318	3812	4280
营业外收入	4	5	5	0	0
营业外支出	6	9	11	9	9
利润总额	2327	2717	3312	3803	4271
所得税	437	518	555	685	769
少数股东损益	663	774	1004	1092	1226
归属于母公司所有者的净利润	1227	1426	1752	2027	2276

**附二：合并资产负债表**

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
货币资金	9926	11624	13368	15373	17679
存货	1004	1301	1379	1655	2218
应收账款	6169	6694	6828	6487	5708
流动资产合计	18174	20559	22615	27138	35280
长期股权投资	14	19	20	26	41
固定资产	3938	3809	3885	4273	5042
在建工程	84	136	136	163	229
无形资产及其他资产合计	6899	6485	7263	8353	9856
资产总计	25073	27044	29879	35491	45136
流动负债合计	6302	6336	7096	8515	10899
长期负债合计	2098	2255	2345	2439	2536
负债合计	8400	8590	9441	10954	13436
少数股东权益	6039	6647	6979	57927	900762
股东权益合计	10634	11807	13459	-33389	-869061
负债及股东权益合计	25073	27044	29879	35491	45136

**附三：合并现金流量表**

百万元	2021	2022	2023F	2024F	2025F
经营活动产生的现金流量净额	3426	3094	3,558	4,021	4,463
投资活动产生的现金流量净额	-342	-211	-42	-94	-95
筹资活动产生的现金流量净额	-1384	-1310	-1598	-1721	-1832
现金及现金等价物净增加额	1650	1735	1918	2206	2536

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。