

买入

2024年3月22日

中国内地销售重新起航，2024 有望恢复强劲增长

➤ **经济复苏存在落差，中国内地销售明显减少：**2023 年全年公司实现收入 15.25 亿港元，同比下降 11.9%。分地区看，香港地区销售收入 9.2 亿港元，增长 10.8%。海外地区收入 4.8 亿港元，同比增长 1.8%。中国内地收入 1.3 亿港元，同比下降 70.2%。中国内地收入锐减的主要原因是 2022 年底疫情放开，经销商大量进货灵芝孢子粉补充库存，导致高基数。2023 年实际经济复苏略有落差，经销商持续消化库存，导致进货需求锐减。公司 2023 年整体毛利率提升 2.3pts，达 68.7%。公司营销活动重新展开，销售费用率提升至 15.2%，租金、银行手续费的同步上涨也导致行政费用率提升至 11.7%。费用率恢复至疫情前水平。公司 2023 年净利润 5.9 亿港元，下降 4.6%，归母净利率下降至 35.4%。

➤ **经销商存货消化完毕，灵芝孢子粉重新起航：**随着灵芝孢子粉经销存货基本消化完毕，系内同业竞争问题的完全解决，预计灵芝孢子粉产品销售将有明显恢复。公司同时也在根据不同渠道、不同客户的需求，积极开发多规格、多品类的灵芝孢子粉系列产品。同时公司也正加强与香港头部营销企业、境外渠道的合作，扩张灵芝孢子粉的销售网络，提升境外占比。这将进一步为灵芝孢子粉的销售恢复提供动力。

➤ **新老产品拓展销售市场，线上线下多渠道扩张：**公司多款产品将持续助推销售增长。伴随人口老龄化的发展，及消费目标人群认知度的增加，安宫牛黄丸的销售将持续稳步增长。御品安宫牛黄丸采用更高规格原材料，满足极高端消费者需求。多款经典名方完成 HKC 注册，将系内优秀产品引入香港市场，有望进一步提升公司销售额。东南亚国家有大规模的产品的集体注册，也将打通东南亚销售的巨大市场空间。营销方面，澳门正在打造集文旅、中医药文化传播、零售于一体的旗舰店，香港也布局了专注于中风预防、治疗、康复的中医馆，以及大型旗舰店。线下营销企业的大力推广、中医药文旅项目的教育、线上跨境电商的合作加深，共同形成同仁堂国药多渠道扩张的布局。

➤ **目标价 12.99 港元，维持买入评级：**随着灵芝孢子粉内地业务的恢复和营销渠道的完善，预计公司 2024 年将恢复增长。下调目标价至 12.99 港元，对应 2024 年 16 倍市盈率，较现价有 38.0% 的上行空间，维持买入评级。

高小迪

852-25321960

xiaodi.gao@firstshanghai.com.hk

但玉翠

852-25321956

tracy.dan@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	医药
股价	9.41 港元
目标价	12.99 港元 (+38.0%)
股票代码	3613
已发行股本	8.37 亿股
市值	78.77 亿港元
52 周高/低	16.48/8.75 港元
每股净资产	4.19 港元
主要股东	同仁堂集团 (71.7%)

盈利摘要

截至12月31日止财年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业额 (千港币)	1,731,095	1,524,945	1,800,867	1,995,278	2,191,505
变动	11.2%	-11.9%	18.1%	10.8%	9.8%
股东应占溢利 (千港币)	645,875	540,393	679,344	761,884	836,627
每股盈利 (港币)	0.77	0.65	0.81	0.91	1.00
变动	6.26%	-16.3%	25.7%	12.1%	9.8%
市盈率@9.41 港元 (倍)	12.20	14.58	11.60	10.34	9.42
每股派息 (港币)	0.58	0.33	0.32	0.36	0.40
股息现价比 (%)	6.2%	3.5%	3.4%	3.9%	4.2%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
<千港币>, 财务年度截至<12月31日>						<千港币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	1,731,095	1,524,945	1,800,867	1,995,278	2,191,505	盈利能力					
毛利	1,150,140	1,047,243	1,237,196	1,370,756	1,505,564	毛利率 (%)	66.44%	68.67%	68.70%	68.70%	68.70%
其他业务净额	3,116	-12,804	8,381	8,381	8,381	EBITDA 利率 (%)	47.73%	42.15%	44.70%	45.15%	45.02%
销售及管理费用	-341,681	-410,290	-461,022	-498,819	-547,876	净利率 (%)	39.93%	38.73%	41.23%	41.73%	41.72%
营运收入	811,575	624,149	784,555	880,317	966,069	营运表现					
财务收益-净值	15,927	66,900	80,086	89,377	98,755	销售及管理费用/收入 (%)	19.74%	26.91%	25.60%	25.00%	25.00%
联营公司等	-1,540	-3,259	0	0	0	实际税率 (%)	16.30%	14.13%	14.13%	14.13%	14.13%
税前盈利	825,962	687,790	864,641	969,695	1,064,824	股息支付率 (%)	75.17%	51.12%	40.00%	40.00%	40.00%
所得税	-134,669	-97,203	-122,197	-137,044	-150,488	存货周转天数	283.2	305.7	265.0	248.0	231.0
来自已终止经营业务年度溢利						应收账款天数	162.2	167.2	91.0	80.0	69.0
净利润	691,293	590,587	742,445	832,651	914,336	应付账款天数	169.5	190.7	100.0	100.0	100.0
少数股东应占利润	45,418	50,194	63,100	70,767	77,709	财务状况					
本公司股东应占利润	645,875	540,393	679,344	761,884	836,627	总负债/总资产	0.12	0.09	0.06	0.07	0.06
折旧及摊销	16,217	21,824	20,434	20,593	20,637	收入/净资产	0.46	0.38	0.40	0.40	0.39
EBITDA	826,252	642,714	804,989	900,911	986,706	经营性现金流/收入	0.32	0.26	0.79	0.17	0.60
增长						税前盈利对利息倍数	51.86	10.28	10.80	10.85	10.78
总收入 (%)	11.2%	-11.9%	18.1%	10.8%	9.8%						
EBITDA (%)	4.1%	-22.2%	25.2%	11.9%	9.5%						
资产负债表						现金流量表					
<千港币>, 财务年度截至<12月31日>						<千港币>, 财务年度截至<12月31日>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	1,990,966	999,814	2,209,874	2,357,351	3,448,403	税前盈利	825,962	687,790	864,641	969,695	1,064,824
应收账款	969,324	453,980	365,709	508,934	319,635	净融资成本	-15,927	-66,900	-80,086	-89,377	-98,755
存货	469,784	1,011,649	255,488	593,178	275,055	营运资金变化	-326,913	-16,528	738,743	-418,149	478,310
其他流动资产	252,997	1,378,879	1,378,879	1,378,879	1,378,879	所得税	-19,163	-230,966	-122,197	-137,044	-150,488
总流动资产	3,683,071	3,844,322	4,209,949	4,838,341	5,421,972	其他	83,779	21,824	20,434	20,593	20,637
固定资产	393,350	425,626	406,601	405,191	405,334	营运现金流	547,738	395,220	1,421,535	345,718	1,314,528
无形资产	59,706	56,387	53,100	49,797	46,494	资本开支	-38,509	-21,900	-15,319	-15,881	-17,478
合营投资	52,996	51,968	51,968	51,968	51,968	其他投资活动	373,921	-1,056,621	80,086	89,377	98,755
其他	36,156	56,142	56,142	56,142	56,142	投资活动现金流	335,412	-1,078,521	64,768	73,497	81,278
总资产	4,225,279	4,434,445	4,777,760	5,401,439	5,981,910	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	235,415	245,408	139,719	202,485	173,373	股本变化	0	0	0	0	0
短期银行借款	219	166	166	166	166	股息	-474,280	-485,518	-276,243	-271,738	-304,754
其他短期负债	182,940	84,344	84,344	84,344	84,344	其他融资活动	0	0	0	0	0
总短期负债	418,574	329,918	224,229	286,995	257,883	融资活动现金流	-474,280	-485,518	-276,243	-271,738	-304,754
长期银行借款	333	166	166	166	166	现金变化	408,870	-1,168,819	1,210,060	147,477	1,091,052
其他负债	67,579	83,671	83,671	83,671	83,671	期初持有现金	1,660,304	1,990,966	999,814	2,209,874	2,357,351
总负债	486,486	413,755	308,066	370,832	341,720	汇兑变化	-16,778	-1,281	0	0	0
少数股东权益	134,307	154,177	217,277	288,044	365,754	期末持有现金	1,990,966	999,814	2,209,874	2,357,351	3,448,403
股东权益	3,738,793	4,020,690	4,469,694	5,030,607	5,640,189						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。