

同仁堂(600085)

业绩稳定增长，费用持续优化

事件：

公司发布2023年年度报告，2023全年实现收入178.61亿元(yoy+16.19%)，归母净利润16.69亿元(yoy+16.92%)，扣非归母净利润16.57亿元(yoy+18.32%)。单Q4季度公司实现收入41.40亿元(yoy-7.44%)，归母净利润2.78亿元(yoy-34.47%)，扣非归母净利润2.79亿元(yoy-31.83%)。

➤ 主营业务增长良好，四季度短期承压

公司医药工业业务实现营收110.79亿元(yoy+12.60%)，毛利率46.97%(yoy-1.98pct)，其中心脑血管、补益类产品分别实现营收43.88亿元(yoy+8.02%)及17.30亿元(yoy+10.41%)。医药商业业务实现营收102.46亿元(yoy+20.82%)，毛利率31.11%(yoy+0.16pct)，共设立零售门店1001家，年内新增门店59家，医保定点门店占比78.22%。公司Q4业绩短期承压，主要受去年同期高基数及子公司同仁堂国药去库存影响。

➤ 子公司业绩分化，科技、商业表现稳健

主要参控股公司中，同仁堂科技2023年实现收入67.73亿元(yoy+13.04%)、净利润9.92亿元(yoy-0.93%)；同仁堂国药2023年实现收入13.77亿元(yoy-7.94%)、净利润5.32亿元(yoy-10.78%)；同仁堂商业2023年实现收入103.45亿元(yoy+20.94%)、净利润5.50亿元(yoy+51.97%)。

➤ 费用率持续优化，推动高质发展

公司稳步推进“高质量发展战略、精品战略、大品种战略”三大发展战略。在中药材成本上涨的不利环境下，2023年公司毛利率下降至47.29%(yoy-1.51pct)，实现销售、管理、财务费用率同比下降0.74pct、0.20pct、0.59pct，研发费用率上升0.16pct，带动公司净利率上升至14.46%(yoy+0.15pct)。前五大产品实现营收49.53亿元(yoy+9.97%)，占医药工业营收44.70%。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年收入分别为207.70/237.53/271.07亿元，同比增速分别为16.29%/14.36%/14.12%；2024-2026年归母净利润分别为19.02/22.56/26.40亿元，同比增速分别为13.99%/18.59%/17.03%；EPS分别为1.39/1.64/1.93元/股，3年CAGR为14.9%，对应PE分别为30/25/21倍。鉴于公司是非处方中成药龙头，参考可比公司相对估值，给予2024年40倍PE，目标价55.60元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、原材料涨价风险、市场竞争加剧风险等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15372	17861	20770	23753	27107
增长率(%)	5.27%	16.19%	16.29%	14.36%	14.12%
EBITDA(百万元)	3661	3937	5127	5738	6354
归母净利润(百万元)	1426	1669	1902	2256	2640
增长率(%)	16.17%	17.04%	13.99%	18.59%	17.03%
EPS(元/股)	1.04	1.22	1.39	1.64	1.93
市盈率(P/E)	39.4	33.7	29.6	24.9	21.3
市净率(P/B)	4.8	4.3	3.9	3.4	3.1
EV/EBITDA	16.4	18.6	10.3	8.8	7.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月29日收盘价

行业：	医药生物/中药II
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	40.99元
目标价格：	55.60元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	1,371.47/1,371.47
流通A股市值(百万元)	56,216.57
每股净资产(元)	9.52
资产负债率(%)	32.68
一年内最高/最低(元)	64.28/39.71

股价相对走势



作者

分析师：郑薇
执业证书编号：S0590521070002
邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

相关报告

1、《同仁堂(600085)：接收国有预算资金，推进公司良性经营》2023.11.21

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11624	12132	15013	18034	21555	营业收入	15372	17861	20770	23753	27107
应收账款+票据	1881	1374	2179	2492	2843	营业成本	7870	9414	10801	12304	13987
预付账款	161	139	214	245	279	营业税金及附加	167	168	214	245	279
存货	6694	9340	9538	10866	12352	营业费用	3071	3437	3892	4404	4999
其他	199	377	334	382	436	管理费用	1560	1803	2098	2399	2738
流动资产合计	20559	23361	27279	32019	37466	财务费用	-5	-110	52	-6	-58
长期股权投资	19	18	18	17	16	资产减值损失	-87	-108	-187	-213	-244
固定资产	5157	5358	4112	2863	1610	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	136	129	108	86	65	投资净收益	3	-1	4	4	4
无形资产	746	755	587	419	252	其他	97	44	49	49	47
其他非流动资产	426	468	409	350	350	营业利润	2721	3084	3581	4246	4969
非流动资产合计	6485	6728	5234	3735	2292	营业外净收益	-5	-4	0	0	0
资产总计	27044	30089	32512	35754	39758	利润总额	2717	3081	3580	4246	4969
短期借款	310	93	0	0	0	所得税	518	497	644	764	894
应付账款+票据	3491	4502	4839	5513	6267	净利润	2199	2583	2936	3482	4076
其他	2535	2567	3191	3638	4140	少数股东损益	774	914	1034	1226	1435
流动负债合计	6336	7162	8030	9151	10407	归属于母公司净利润	1426	1669	1902	2256	2640
长期带息负债	2083	2495	1514	628	-144	财务比率					
长期应付款	9	10	10	10	10		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	163	166	166	166	166	成长能力					
非流动负债合计	2255	2671	1689	803	31	营业收入	5.27%	16.19%	16.29%	14.36%	14.12%
负债合计	8590	9832	9719	9954	10438	EBIT	15.07%	9.52%	22.27%	16.74%	15.84%
少数股东权益	6647	7199	8233	9460	10895	EBITDA	12.32%	7.52%	30.23%	11.92%	10.74%
股本	1371	1371	629	629	629	归属于母公司净利润	16.17%	17.04%	13.99%	18.59%	17.03%
资本公积	2006	2001	2743	2743	2743	获利能力					
留存收益	8430	9686	11187	12968	15052	毛利率	48.80%	47.29%	48.00%	48.20%	48.40%
股东权益合计	18454	20257	22793	25800	29320	净利率	14.31%	14.46%	14.14%	14.66%	15.04%
负债和股东权益总计	27044	30089	32512	35754	39758	ROE	12.08%	12.78%	13.07%	13.81%	14.33%
						ROIC	19.92%	23.07%	23.85%	30.61%	37.44%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	31.76%	32.68%	29.89%	27.84%	26.25%
净利润	2199	2583	2936	3482	4076	流动比率	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6
折旧摊销	949	966	1495	1498	1443	速动比率	2.1	1.9	2.2	2.3	2.4
财务费用	-5	-110	52	-6	-58	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-525	-2646	-198	-1328	-1486	应收账款周转率	10.8	15.7	12.6	12.6	12.6
营运资金变动	-128	-1651	-74	-599	-671	存货周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
其它	604	2727	205	1335	1494	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
经营活动现金流	3094	1869	4415	4383	4798	每股指标(元)					
资本支出	-374	-322	0	0	0	每股收益	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9
长期投资	-2	-5	0	0	0	每股经营现金流	2.3	1.4	3.2	3.2	3.5
其他	165	250	-7	-7	-7	每股净资产	8.6	9.5	10.6	11.9	13.4
投资活动现金流	-211	-76	-7	-7	-7	估值比率					
债权融资	-320	196	-1075	-886	-772	市盈率	39.4	33.7	29.6	24.9	21.3
股权融资	0	0	-742	0	0	市净率	4.8	4.3	3.9	3.4	3.1
其他	-990	-1626	290	-469	-499	EV/EBITDA	16.4	18.6	10.3	8.8	7.6
筹资活动现金流	-1310	-1430	-1527	-1355	-1270	EV/EBIT	22.2	24.6	14.6	11.9	9.8
现金净增加额	1735	395	2882	3021	3521						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼