

研究所:

证券分析师:

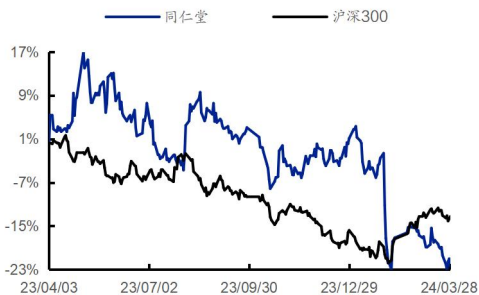
周小刚 S0350521090002

zhouxg@ghzq.com.cn

## 商业增长亮眼，二线品种放量加速

### ——同仁堂（600085）2023 年年报点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/03/29

表现	1M	3M	12M
同仁堂	-7.9%	-23.7%	-23.1%
沪深 300	0.6%	3.1%	-11.7%

#### 市场数据

2024/03/29

当前价格(元)	40.99
52 周价格区间(元)	39.71-64.28
总市值(百万)	56,216.57
流通市值(百万)	56,216.57
总股本(万股)	137,147.03
流通股本(万股)	137,147.03
日均成交额(百万)	359.52
近一月换手(%)	0.79

#### 相关报告

《同仁堂（600085）2023 三季度点评报告：公司利润同比高速增长，费用同比持续优化（买入）\* 中药 II \*周小刚》——2023-11-01

《同仁堂（600085）2023 中报点评报告：二线产品放量奠定工业高速增长，疫情过后商业板块焕发新生（买入）\* 中药 II \*周小刚》——2023-09-01

《同仁堂（600085）一季度点评报告：业绩快速增长，公司经营持续向好（买入）\* 中药 II \*周小刚》——2023-05-05

《同仁堂（600085）点评报告：公司业绩增长超预期，重点产品持续高增长（买入）\* 中药 II \*周小刚》

#### 事件:

同仁堂 3 月 28 日发布 2023 年年报：2023 年公司实现营业收入 178.61 亿元，同比增长 16.19%；归母净利润 16.69 亿元，同比增长 16.92%；扣非归母净利润 16.57 亿元，同比增长 18.32%。

公司 2023 年 Q4 单季度实现营收 41.4 亿元，同比下滑 7.44%；归母净利润 2.78 亿元，同比下滑 34.47%；扣非归母净利润 2.79 亿元，同比下滑 31.83%。

#### 投资要点:

■ **2023 年公司商业部分增长亮眼** 分板块来看，2023 年公司工业板块营收 110.79 亿元，同比增长 12.6%；商业板块营收 102.46 亿元，同比增长 20.82%。分拆公司来看，2023 年母公司营收 41.09 亿元，同比增长 11.21%；净利润扣除投资收益后为 9.85 亿元，同比增长 19.25%。商业公司营收 103.45 亿元，同比增长 20.94%；净利润 5.5 亿元，同比增长 51.97%。科技公司营收 67.73 亿元，同比增长 13.04%；净利润 9.92 亿元，同比下降 0.93%。国药公司营收 13.77 亿元，同比下降 7.94%；净利润 5.32 亿元，同比下滑 0.87%。

■ **公司二线产品放量加速** 2023 年公司工业营收 110.79 亿元，同比增长 12.6%；前五大产品（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、五子衍宗系列、六味地黄系列、金匱肾气系列）营收 49.53 亿元，同比增长 9.97%。整体工业增速超过了大品种增速，主要得益于其他品类产品的增长（营收 39.7 亿元，YOY19.12%）及清热类产品的增长（营收 6.15 亿元，YOY16.1%）。

■ **公司 2023 年毛利率有所下降，费用结构有所改善** 公司 2023 年毛利率 47.29%，同比下降 1.51 个百分点；销售费用率 19.24%，同比下降 0.74 个百分点；管理费用率 8.53%，同比下降 0.2 个百分点；研发费用率 1.57%，同比上升 0.15 个百分点。财务费用收益 1.1 亿元，同比增加收益约 1 亿元。

■ **公司经营活动现金流下滑** 公司 2023 年经营现金流入 210.95 亿元，同比增长 21.22%。经营现金流出 192.25 亿元，同比增长 34.37%。经营净现金流 18.69 亿元，同比下降 39.58%。主要原因为随产量增

——2023-03-30

《同仁堂(600085)点评报告：业绩增速符合预期，利润增速略低于预期（买入）\*中药II\*周小刚》——2022-10-30

长及原材料价格上涨公司购买商品、接受劳务支付的现金增加。

■ **盈利预测和投资评级** 基于2023年收入与利润，我们下调2024与2025年业绩预期，预计2024/2025/2026年公司收入分别为203.23、228.90、263.58亿元，同比增长14%/13%/15%；对应归母净利润分别为19.24、22.51、26.85亿元，同比增长15%/17%/19%；对应PE估值29.22X/24.97X/20.94X。同仁堂作为中药领域“地标性”品牌，拥有较强的品牌护城河，核心产品稳定增长，看好公司长期发展。维持“买入”评级。

■ **风险提示** 重点产品销售推广不及预期的风险。原材料涨价过猛导致产品毛利润降低的风险。门店扩张低于预期的风险。宏观经济超预期下行风险。行业政策变动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17861	20323	22890	26358
增长率(%)	16	14	13	15
归母净利润(百万元)	1669	1924	2251	2685
增长率(%)	17	15	17	19
摊薄每股收益(元)	1.22	1.40	1.64	1.96
ROE(%)	13	13	13	13
P/E	33.68	29.22	24.97	20.94
P/B	5.64	3.75	3.26	2.82
P/S	4.12	2.77	2.46	2.13
EV/EBITDA	16.39	9.52	7.79	6.17

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：同仁堂盈利预测表

证券代码:	600085				股价:	40.99				投资评级:	买入				日期:	2024/03/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	13%	13%	13%	13%	EPS	1.22	1.40	1.64	1.96										
毛利率	47%	48%	49%	49%	BVPS	9.52	10.92	12.57	14.52										
期间费率	27%	27%	27%	27%	<b>估值</b>														
销售净利率	9%	9%	10%	10%	P/E	33.68	29.22	24.97	20.94										
<b>成长能力</b>					P/B	5.64	3.75	3.26	2.82										
收入增长率	16%	14%	13%	15%	P/S	4.12	2.77	2.46	2.13										
利润增长率	17%	15%	17%	19%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.59	0.60	0.60	0.61	<b>营业收入</b>	<b>17861</b>	<b>20323</b>	<b>22890</b>	<b>26358</b>										
应收账款周转率	16.92	14.75	14.89	12.39	营业成本	9414	10501	11743	13416										
存货周转率	1.91	2.16	2.14	2.14	营业税金及附加	168	205	229	262										
<b>偿债能力</b>					销售费用	3437	3861	4303	4903										
资产负债率	33%	31%	30%	29%	管理费用	1523	1727	1953	2235										
流动比	3.26	3.49	3.64	3.77	财务费用	-110	-14	-42	-26										
速动比	1.93	2.26	2.39	2.49	其他费用/(-收入)	280	296	340	393										
					<b>营业利润</b>	<b>3084</b>	<b>3606</b>	<b>4212</b>	<b>5028</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	-4	-2	-5	-17										
现金及现金等价物	12132	15444	18438	21350	<b>利润总额</b>	<b>3081</b>	<b>3604</b>	<b>4207</b>	<b>5011</b>										
应收款项	1294	1832	2011	2656	所得税费用	497	630	727	860										
存货净额	9340	9401	10696	12314	<b>净利润</b>	<b>2583</b>	<b>2973</b>	<b>3480</b>	<b>4151</b>										
其他流动资产	594	722	753	822	少数股东损益	914	1049	1229	1466										
<b>流动资产合计</b>	<b>23361</b>	<b>27399</b>	<b>31898</b>	<b>37141</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1669</b>	<b>1924</b>	<b>2251</b>	<b>2685</b>										
固定资产	3808	3715	3794	3817															
在建工程	129	141	153	162	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	2773	2478	2273	2252	<b>经营活动现金流</b>	<b>1869</b>	<b>3924</b>	<b>3884</b>	<b>4052</b>										
长期股权投资	18	19	20	21	净利润	1669	1924	2251	2685										
<b>资产总计</b>	<b>30089</b>	<b>33752</b>	<b>38138</b>	<b>43394</b>	少数股东损益	914	1049	1229	1466										
短期借款	93	70	90	69	折旧摊销	966	874	927	998										
应付款项	4502	4803	5425	6214	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	6	4	5	6	营运资金变动	-1651	-241	-866	-1457										
其他流动负债	2561	2975	3237	3573	<b>投资活动现金流</b>	<b>-76</b>	<b>-497</b>	<b>-817</b>	<b>-1026</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>7162</b>	<b>7851</b>	<b>8757</b>	<b>9862</b>	资本支出	-323	-499	-818	-1027										
长期借款及应付债券	1430	1430	1430	1430	长期投资	2	-1	-1	-1										
其他长期负债	1241	1241	1241	1241	其他	245	3	2	2										
<b>长期负债合计</b>	<b>2671</b>	<b>2671</b>	<b>2671</b>	<b>2671</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1430</b>	<b>-115</b>	<b>-72</b>	<b>-113</b>										
<b>负债合计</b>	<b>9832</b>	<b>10521</b>	<b>11427</b>	<b>12532</b>	债务融资	43	-23	20	-21										
股本	1371	1371	1371	1371	权益融资	86	0	0	0										
股东权益	20257	23231	26711	30861	其它	-1559	-92	-92	-92										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30089</b>	<b>33752</b>	<b>38138</b>	<b>43394</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>395</b>	<b>3311</b>	<b>2994</b>	<b>2913</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。  
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

## 【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，

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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。