

2024年04月10日

证券研究报告·2023年年报点评

同仁堂(600085) 医药生物

当前价: 41.55元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

大品种战略持续推进, 成本上涨影响毛利

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报, 实现营业收入 178.6 亿元(+16.19%); 归母净利润 16.7 亿元(+16.92%), 扣非后归母净利润 16.6 亿元(+18.32%)。
- **大品种战略持续推进, 原材料成本上涨拖累毛利。** 2023 年医药工业主营收入 110.79 亿元, 同比增长 12.6%。医药商业主营收入 102.5 亿元, 同比增长 20.8%, 毛利率达到 31%, 同比增长 0.2pp。公司持续聚焦大品种战略, 前五名系列品种(安宫、牛黄清心、五子衍宗、六味地黄、金匱肾气)收入 49.5 亿元, 增速 12.6%, 占比持续提升。从细分产品来看, 心脑血管类营业收入 42.9 亿元, 同比增长 8%, 补益类营业收入 17.3 亿元, 同比增长 10.41%, 清热类 6.15 亿元, 同比增长 16.1%, 妇科类营业收入 3.77 亿元, 同比增长 8.16%。从成本端来看, 公司 2023 年毛利率 47%, 同比下滑 1.5pp, 主要是天然牛黄价格大幅上涨所致。
- **母公司利润率持续提升, 子公司同仁堂商业利润增速尤为亮眼。** 2023 年同仁堂母公司营业收入 41.09 亿元, 同比增长 11.21%。公司子公司表现整体良好, 其中随着疫情退散, 同仁堂商业收入表现尤为亮眼, 同仁堂商业实现营业收入 103.45 亿元, 同比增长 20.94%, 净利润 5.5 亿元, 同比增长 51.97%, 门店达到 1001 家; 同仁堂科技继续推进大品种战略, 锚定“控渠道、稳价格、强终端”的营销策略, 2023 年实现营业收入 67.73 亿元, 同比增长 13.04%; 同仁堂国药 2023 年营业收入 13.77 亿元, 同比下降 7.94%, 主要受到同仁堂国药灵芝孢子粉去库存影响, 随着库存出清, 未来收入有望增加。
- **发力精准营销, 研发投入加大。** 公司销售费用率为 19.2%, 同比下滑 0.7pp; 管理费用率 8.5%, 同比下降 0.2pp, 强化品种推广力度, 巴戟天寡糖胶囊进入《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》, 为该产品的深度营销推广打下坚实基础; 积极策划“年货节”“618”“双 11”等电商活动, 五子衍宗丸、锁阳固精丸三年蝉联天猫男科类目 618 大促销售冠军。研发费用比上年同期增加 28.7%, 主要由于本期加大研发投入所致。公司积极开展现有品种的临床工作, 安宫牛黄丸治疗缺血性脑卒中药效得到初步验证, 愈风宁心滴丸完成综合评价研究; 开展同仁牛黄清心丸等大品种药效作用及机制研究; 开展同仁乌鸡白凤丸、柏子养心丸等品种安全性评价研究, 为市场研究和规划提供数据支持。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 19.8 亿元、22.8 亿元和 26.1 亿元, 对应 PE 分别为 29 倍、25 倍和 22 倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 原材料波动风险, 医药行业政策变化风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17860.89	20669.04	23788.17	27378.62
增长率	16.19%	15.72%	15.09%	15.09%
归属母公司净利润(百万元)	1668.83	1978.78	2282.85	2614.11
增长率	17.04%	18.57%	15.37%	14.51%
每股收益EPS(元)	1.22	1.44	1.66	1.91
净资产收益率 ROE	12.75%	13.51%	13.79%	13.96%
PE	34	29	25	22
PB	2.81	2.51	2.22	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

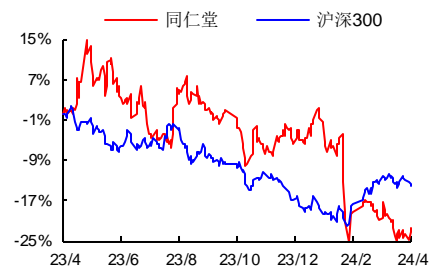
分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.71
流通 A 股(亿股)	13.71
52 周内股价区间(元)	40.6-62.72
总市值(亿元)	569.85
总资产(亿元)	300.89
每股净资产(元)	9.52

相关研究

1. 同仁堂(600085): 三季度收入增速放缓, 费用率持续下行(2023-11-05)

盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2024-2026 年公司主营业务的预测如下：

假设 1：医药工业主营收入：公司持续聚焦大品种战略，强化产品营销，具体来看：

- 1) 心脑血管类：我们预计公司主要大品种安宫牛黄丸在 2024-2026 年的销量增速分别为 10%，价格的增速分别为 5%。同仁牛黄清心丸假设 2024-2026 年销量增速分别为 10%，价格增速保持每年增长 5%。考虑到原材料价格上涨，以及产品提价双重因素，我们假设 2024-2026 年心脑血管类产品的毛利率将保持在 61% 的水平。
- 2) 补益类：六味地黄系列和金匱肾气系列产品，假设 2024-2026 年销量增速分别为 15%，15%；灵芝孢子粉由于 2023 年经历去库存，预计 2024-2026 年销量增速可以达到 20% 增速。补益类产品的毛利率预计 2024-2026 年分别为 43%、43% 和 43%。
- 3) 清热类：预计 2024-2026 年感冒清热颗粒、牛黄解毒系列销量保持平稳增长，预计销量分别达到 15%，价格保持不变。
- 4) 妇科类：公司主打产品乌鸡白凤丸在精品战略下持续增长，预计 2024-2026 年销量保持 10% 增速。

假设 2：医药商业主营收入：公司聚焦高质量营销，多维发力促进营销改革，聚焦大品种，强化品牌推广，专注主业发展，零售端市场持续扩大，同时同仁堂商业积极开拓海外市场，我们预计公司医药商业 2024-2026 年销量保持 15% 的增长，预计公司毛利率将保持平稳，公司医药商业 2024-2026 年毛利率分别为 32%、32% 和 32%。

表：公司业务拆分

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
汇总	营业总收入	17,861	20,669	23,788	27,379
	YoY	16%	16%	15%	15%
	毛利率	47%	48%	47%	47%
I. 医药工业	营业收入	11,079	12,723	14,610	16,779
	YoY	13%	15%	15%	15%
	毛利率	47%	47%	47%	47%
1) 心脑血管类	收入	4,388	5,047	5,804	6,674
	YoY	8%	15%	15%	15%
	毛利率	58%	61%	61%	61%
2) 补益类	收入	1,730	1,989	2,288	2,631
	YoY	10%	15%	15%	15%
	毛利率	37%	43%	43%	43%
3) 清热类	收入	615	707	813	935
	YoY	16%	15%	15%	15%
	毛利率	35%	34%	34%	34%
4) 妇科类	收入	377	415	456	502
	YoY	8%	10%	10%	10%
	毛利率	42%	38%	38%	38%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
5)其他	收入	3,970	4,565	5,250	6,038
	YoY	19%	15%	15%	15%
	毛利率	42%	40%	40%	40%
II.医药商业	营业收入	10,246	11,897	13,681	15,733
	YoY	21%	15%	15%	5%
	毛利率	31%	32%	32%	32%
III.内部抵消及其他业务	营业收入	-3,465	-3,950	-4,503	-5,133
	YoY	14%	14%	14%	14%
	毛利率	-2%	-1%	-1%	-1%

数据来源：公司年报，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17860.89	20669.04	23788.17	27378.62	净利润	2583.23	3066.94	3533.34	4044.52
营业成本	9414.07	10832.56	12493.45	14407.92	折旧与摊销	401.42	648.97	654.56	656.24
营业税金及附加	168.40	206.69	237.88	273.79	财务费用	-110.14	56.12	37.72	41.00
销售费用	3436.63	3927.12	4519.75	5201.94	资产减值损失	-108.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	1522.93	1860.21	2140.93	2464.08	经营营运资本变动	-953.04	-1794.08	-925.96	-1126.21
财务费用	-110.14	56.12	37.72	41.00	其他	56.19	221.73	-4.29	18.50
资产减值损失	-108.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1869.49	2199.67	3295.37	3634.05
投资收益	-0.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-34.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.05	0.00	0.00	0.00	其他	-42.05	0.28	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-76.18	0.28	0.00	0.00
营业利润	3084.16	3786.34	4358.42	4989.90	短期借款	-216.51	-93.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.51	0.00	3.72	3.34	长期借款	207.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	3080.65	3786.34	4362.15	4993.24	股权融资	-4.64	0.00	0.00	0.00
所得税	497.43	719.41	828.81	948.72	支付股利	-438.87	-513.67	-609.08	-702.67
净利润	2583.23	3066.94	3533.34	4044.52	其他	-977.81	-691.20	-37.72	-41.00
少数股东损益	914.39	1088.16	1250.49	1430.41	筹资活动现金流净额	-1429.88	-1297.90	-646.80	-743.67
归属母公司股东净利润	1668.83	1978.78	2282.85	2614.11	现金流量净额	394.73	902.06	2648.57	2890.38
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12131.90	13033.96	15682.53	18572.91	成长能力				
应收和预付款项	1545.57	2015.82	2293.50	2608.28	销售收入增长率	16.19%	15.72%	15.09%	15.09%
存货	9340.16	10583.84	12260.36	14172.74	营业利润增长率	13.33%	22.77%	15.11%	14.49%
其他流动资产	343.59	264.97	304.90	350.87	净利润增长率	17.45%	18.73%	15.21%	14.47%
长期股权投资	18.24	18.24	18.24	18.24	EBITDA 增长率	8.33%	33.06%	12.45%	12.60%
投资性房地产	0.55	0.55	0.55	0.55	获利能力				
固定资产和在建工程	3936.95	3319.86	2697.18	2072.82	毛利率	47.29%	47.59%	47.48%	47.38%
无形资产和开发支出	800.61	780.48	760.35	740.22	三费率	27.15%	28.27%	28.16%	28.15%
其他非流动资产	1971.86	1960.11	1948.36	1936.61	净利率	14.46%	14.84%	14.85%	14.77%
资产总计	30089.45	31977.84	35965.99	40473.26	ROE	12.75%	13.51%	13.79%	13.96%
短期借款	93.02	0.00	0.00	0.00	ROA	8.59%	9.59%	9.82%	9.99%
应付和预收款项	5163.13	5851.06	6798.86	7830.47	ROIC	26.49%	29.11%	30.70%	33.10%
长期借款	1429.75	1429.75	1429.75	1429.75	EBITDA/销售收入	18.90%	21.73%	21.23%	20.77%
其他负债	3146.44	1997.90	2113.98	2247.79	营运能力				
负债合计	9832.34	9278.70	10342.59	11508.01	总资产周转率	0.63	0.67	0.70	0.72
股本	1371.47	1371.47	1371.47	1371.47	固定资产周转率	4.69	5.83	7.97	11.52
资本公积	2000.98	2000.98	2000.98	2000.98	应收账款周转率	13.37	14.57	13.65	13.87
留存收益	9574.33	11039.44	12713.21	14624.65	存货周转率	1.15	1.08	1.08	1.08
归属母公司股东权益	13058.01	14411.88	16085.66	17997.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.86%	—	—	—
少数股东权益	7199.09	8287.25	9537.74	10968.15	资本结构				
股东权益合计	20257.11	22699.13	25623.40	28965.25	资产负债率	32.68%	29.02%	28.76%	28.43%
负债和股东权益合计	30089.45	31977.84	35965.99	40473.26	带息债务/总负债	15.49%	15.41%	13.82%	12.42%
					流动比率	3.26	3.92	3.98	4.04
					速动比率	1.96	2.32	2.38	2.44
					股利支付率	26.30%	25.96%	26.68%	26.88%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	3375.44	4491.43	5050.70	5687.14	每股收益	1.22	1.44	1.66	1.91
PE	34.15	28.80	24.96	21.80	每股净资产	14.77	16.55	18.68	21.12
PB	2.81	2.51	2.22	1.97	每股经营现金	1.36	1.60	2.40	2.65
PS	3.19	2.76	2.40	2.08	每股股利	0.32	0.37	0.44	0.51
EV/EBITDA	13.34	9.69	8.09	6.68					
股息率	0.77%	0.90%	1.07%	1.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
