

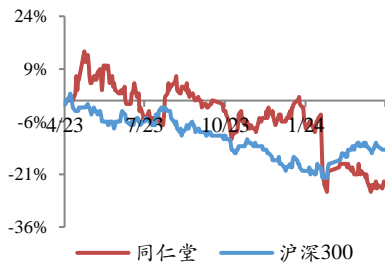
23 年业绩符合预期，核心产品持续放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-12

收盘价（元）	41.02
近 12 个月最高/最低（元）	64.28/39.71
总股本（百万股）	1,371
流通股本（百万股）	1,371
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	563
流通市值（亿元）	563

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】同仁堂点评报告：Q3 利润端表现亮眼，费用率持续优化
2023-11-12

主要观点：

● 事件：

公司发布 2023 年年度报告，实现营业收入 178.61 亿元，同比+16.19%；归母净利润 16.69 亿元，同比+16.92%；扣非归母净利润 16.57 亿元，同比+18.32%。

● 分析点评

全年业绩表现平稳，Q4 业绩略微承压

单季度来看，公司 2023Q4 收入为 41.40 亿元，同比-7.44%；归母净利润为 2.78 亿元，同比-34.47%；扣非归母净利润为 2.79 亿元，同比-31.83%，22 年 Q4 高基数，23Q4 业绩短期承压。

2023 年全年，公司销售毛利率为 47.29%，同比-1.51 个百分点；销售净利率为 14.46%，同比+0.15 个百分点；销售费用率为 19.24%，同比-0.74 个百分点；管理费用率为 8.53%，同比-0.20 个百分点；研发费用率为 1.57%，同比+0.16 个百分点；财务费用率为-0.62%，同比-0.59 个百分点；经营性现金流净额为 18.69 亿元，同比-39.58%，公司费用率持续优化，原材料价格上涨影响公司整体毛利率。

母公司及三大子公司发展稳定

母公司报表来看，收入为 41.09 亿元，同比增长 11.21%，归母净利润为 12.49 亿元，同比增长 14.49%。

子公司同仁堂科技、同仁堂国药及同仁堂商业稳定发展。

- 同仁堂科技：实现营业收入 67.73 亿元，同比增长 13.04%，净利润 9.92 亿元，同比下降 0.93%。
- 同仁堂国药：实现营业收入 13.77 亿元，同比下降 7.94%，净利润 5.32 亿元，同比下降 10.78%。针对海外市场，同仁堂国药立足港澳重点市场，积极进行多渠道的开发与宣传，针对大品种精准投放营销资源，持续优化核心市场终端布局。
- 同仁堂商业：实现营业收入 103.45 亿元，同比增长 20.94%，净利润 5.50 亿元，同比增长 51.97%。截至 2023 年底，同仁堂商业已有门店 1001 家，其中 2023 年内新增门店 59 家。

核心产品增长稳健，积极探索科研创新与品种开发

聚焦大品种战略，专注主业稳健发展。前五名系列（安宫牛黄系列、同仁牛黄清心系列、五子衍宗系列、六味地黄系列及金匱肾气系列）收入 49.53 亿元，同比增长 9.97%，毛利率为 54.82%，同比减少 5.44 个百分点，其中心脑血管类产品年销量达 1648.71 万盒，同比减少 0.94%；补益类产品年销量达 3611.89 万盒，同比增长 24.16%。公司持续跟进大品种增补工作、强化品种推广力度。

公司持续推进产品开发与改造。23年公司加大科研项目立项，开展经典名方、清脑宣窍滴丸研发工作，对同仁牛黄清心丸等重点品种进行二次开发，完善大品种基础资料；开展潜力品种探索性研究，挖掘品种价值；完成川牛膝等内控标准研究，进行生产质量问题攻关；提前布局解决濒危珍稀药材资源问题。

● 投资建议

公司23年业绩符合预期，核心产品持续发展，收入方面，我们维持此前预测，并新增了26年预测，预计公司2024~2026年收入分别200.9/223.6/256.2亿元，分别同比增长13%/11%/15%，利润方面，考虑到原材料价格上涨所致的成本增长对毛利率的影响，我们下调了此前预测，预计公司2024~2026年归母净利润分别为20.0/23.6/27.8亿元（24-25年原预测值为21.6/24.8亿元），分别同比增长20%/18%/18%，对应估值为28X/24X/20X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

原材料的价格波动；核心品种提价销售不及预期；营销改革不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17861	20092	22355	25615
收入同比 (%)	16.2%	12.5%	11.3%	14.6%
归属母公司净利润	1669	2002	2363	2784
净利润同比 (%)	16.9%	19.9%	18.1%	17.8%
毛利率 (%)	47.3%	47.0%	47.8%	48.2%
ROE (%)	12.8%	13.3%	13.6%	13.8%
每股收益 (元)	1.22	1.46	1.72	2.03
P/E	44.12	28.11	23.81	20.21
P/B	5.64	3.74	3.23	2.78
EV/EBITDA	16.39	12.62	10.33	8.10

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23361	27821	32749	38802	营业收入	17861	20092	22355	25615
现金	12132	15433	19019	23276	营业成本	9414	10646	11669	13280
应收账款	1056	1444	1464	1759	营业税金及附加	168	204	219	256
其他应收款	112	126	140	161	销售费用	3437	3777	4203	4764
预付账款	139	187	189	224	管理费用	1523	1708	1900	2177
存货	9340	9809	11164	12471	财务费用	-110	-83	-124	-169
其他流动资产	582	822	774	912	资产减值损失	-108	1	1	1
非流动资产	6728	6266	5668	5048	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	17	16	15	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	3808	3347	2865	2362	营业利润	3084	3761	4403	5207
无形资产	755	763	772	780	营业外收入	9	5	5	5
其他非流动资产	2147	2139	2016	1892	营业外支出	12	10	10	10
资产总计	30089	34087	38417	43850	利润总额	3081	3756	4398	5202
流动负债	7162	8061	8733	9857	所得税	497	658	740	893
短期借款	93	93	93	93	净利润	2583	3098	3658	4309
应付账款	4276	4749	5253	5951	少数股东损益	914	1097	1295	1525
其他流动负债	2793	3219	3387	3813	归属母公司净利润	1669	2002	2363	2784
非流动负债	2671	2671	2671	2671	EBITDA	3944	3482	3906	4456
长期借款	1430	1430	1430	1430	EPS (元)	1.22	1.46	1.72	2.03
其他非流动负债	1241	1241	1241	1241					
负债合计	9832	10731	11404	12528					
少数股东权益	7199	8296	9591	11116	主要财务比率				
股本	1371	1371	1371	1371	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	2001	2001	2001	2001	成长能力				
留存收益	9686	11687	14050	16834	营业收入	16.2%	12.5%	11.3%	14.6%
归属母公司股东权	13058	15060	17423	20206	营业利润	13.3%	21.9%	17.1%	18.3%
负债和股东权益	30089	34087	38417	43850	归属于母公司净利	16.9%	19.9%	18.1%	17.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	47.3%	47.0%	47.8%	48.2%
					净利率 (%)	9.3%	10.0%	10.6%	10.9%
					ROE (%)	12.8%	13.3%	13.6%	13.8%
					ROIC (%)	10.7%	8.0%	8.2%	8.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	32.7%	31.5%	29.7%	28.6%
					净负债比率 (%)	48.5%	45.9%	42.2%	40.0%
					流动比率	3.26	3.45	3.75	3.94
					速动比率	1.93	2.21	2.45	2.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.59	0.58	0.58
					应收账款周转率	16.92	13.91	15.27	14.56
					应付账款周转率	2.20	2.24	2.22	2.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.22	1.46	1.72	2.03
					每股经营现金流薄)	1.36	2.74	2.86	3.34
					每股净资产	9.52	10.98	12.70	14.73
					估值比率				
					P/E	44.12	28.11	23.81	20.21
					P/B	5.64	3.74	3.23	2.78
					EV/EBITDA	16.39	12.62	10.33	8.10

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。