

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

同仁堂 (600085. SH)

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师
执业编号: S1500523080002
联系电话: 19328759065
邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师
执业编号: S1500523050001
联系电话: 15821927090
邮箱: wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

24Q1 利润端稳健增长，持续深化营销改革

2024 年 04 月 30 日

事件：同仁堂发布 2024 年一季报，2024Q1 公司实现营收 52.67 亿元，同比增长 2.42%，实现归母净利润 5.76 亿元，同比增长 10.04%，实现扣非净利润 5.71 亿元，同比增长 9.98%。

点评：

- **24Q1 受高基数影响营收增速放缓，利润端稳健增长。**据公司公告，2024Q1 公司实现营收 52.67 亿元，同比增长 2.42%，实现归母净利润 5.76 亿元，同比增长 10.04%，实现扣非净利润 5.71 亿元，同比增长 9.98%。营收增速相对放缓，主要受 2023 年一季度商业零售等板块营收大幅增长所导致的基数影响。从费用端来看，2024 年一季度公司销售费用率、研发费用率和管理费用率同比下降，整体费用控制较为稳健。我们认为公司深化营销改革，持续推进精细化管理，盈利能力有望稳中有升。
- **24Q1 原材料采购支出增加。**据公司公告，2024 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 121.98%，主要是公司贵细料等原材料采购支出加大以及商业分部采购商品支出增加所致，同时注意到公司应收账款为 16.96 亿元，同比增长 60.64%，主要由于客户信誉额度管理产生的应收账款未到回收期，应收账款余额总体合理，风险可控。
- **推动实现质的有效提升和量的合理增长。**据 2023 年年报和官方微信公众号报道，2024 年，公司将坚持稳中求进工作总基调，在坚持做好“品牌、品种、品质”工作年的基础上，推动公司经济实现质的有效提升和量的合理增长。同仁堂股份将通过产品定位，进行分级管理，做好溯源工作；线上线下主流渠道的整合营销并进一步优化服务；多举措并行，提高产品知名度和销售量。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计同仁堂 2024-2026 年营收分别为 198.41/221.04/246.52 亿元，归母净利润分别为 19.35/22.07/25.31 亿元，对应 PE 分别为 31/27 /23X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**政策风险、市场风险、原材料与质量标准风险、流动性风险

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652
增长率 YoY %	5.3%	16.2%	11.1%	11.4%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,427	1,669	1,935	2,207	2,531
增长率 YoY%	16.3%	16.9%	15.9%	14.1%	14.7%
毛利率%	48.8%	47.3%	47.4%	47.6%	47.8%
净资产收益率 ROE%	12.1%	12.8%	13.3%	13.6%	13.9%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.22	1.41	1.61	1.85
市盈率 P/E(倍)	42.93	44.13	30.74	26.94	23.49
市净率 P/B(倍)	5.19	5.64	4.10	3.66	3.26

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测;股价为 2024 年 04 月 29 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	20,559	23,361	27,428	31,163	35,571	营业总收入	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652
货币资金	11,624	12,132	14,694	17,233	20,040	营业成本	7,870	9,414	10,442	11,585	12,864
应收票据	464	239	272	303	338	营业税金及附加	167	168	198	221	247
应收账款	1,301	1,056	1,196	1,319	1,479	销售费用	3,071	3,437	3,968	4,421	4,930
预付账款	161	139	209	201	240	管理费用	1,342	1,523	1,686	1,813	1,972
存货	6,694	9,340	10,585	11,619	12,971	研发费用	217	280	317	354	394
其他	315	456	473	487	503	财务费用	-5	-110	-70	-87	-120
非流动资产	6,495	6,728	6,678	6,513	6,331	减值损失合计	-87	-108	-1	1	0
长期股权投资	19	18	17	17	17	投资净收益	3	-1	-2	-2	-2
固定资产(合计)	3,809	3,808	3,770	3,624	3,468	其他	97	44	52	60	66
无形资产	746	755	750	730	705	营业利润	2,721	3,084	3,347	3,858	4,428
其他	1,920	2,147	2,141	2,141	2,141	营业外收支	-5	-4	-3	-4	-4
资产总计	27,054	30,089	34,107	37,675	41,903	利润总额	2,717	3,081	3,344	3,854	4,424
流动负债	6,336	7,162	8,038	8,743	9,677	所得税	513	497	516	603	693
短期借款	310	93	100	100	100	净利润	2,204	2,583	2,828	3,250	3,730
应付票据	44	225	257	282	315	少数股东损益	777	914	893	1,043	1,199
应付账款	3,447	4,276	4,659	5,215	5,765	归属母公司净利润	1,427	1,669	1,935	2,207	2,531
其他	2,535	2,567	3,022	3,146	3,496	EBITDA	3,653	4,005	3,513	4,012	4,559
非流动负债	2,255	2,671	3,471	3,571	3,671	EPS(当年)	1.04	1.22	1.41	1.61	1.85
长期借款	1,222	1,430	2,230	2,330	2,430	(元)					
其他	1,033	1,241	1,241	1,241	1,241	现金流量表					
负债合计	8,590	9,832	11,509	12,313	13,347	单位: 百万元					
少数股东权益	6,653	7,199	8,092	9,135	10,334	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	11,810	13,058	14,506	16,227	18,221	经营活动现金流	3,094	1,869	2,604	3,213	3,539
负债和股东权益	27,054	30,089	34,107	37,675	41,903	净利润	2,204	2,583	2,828	3,250	3,730
重要财务指标						折旧摊销	949	966	285	300	315
单位: 百万元						财务费用	-12	-124	114	141	147
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	投资损失	-3	1	2	2	2
营业总收入	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652	营运资金变动	-128	-1,651	-636	-490	-668
同比(%)	5.3%	16.2%	11.1%	11.4%	11.5%	其它	84	93	12	9	12
归属母公司净利润	1,427	1,669	1,935	2,207	2,531	投资活动现金流	-211	-76	-236	-132	-135
同比(%)	16.3%	16.9%	15.9%	14.1%	14.7%	资本支出	-329	-323	-246	-130	-132
毛利率(%)	48.8%	47.3%	47.4%	47.6%	47.8%	长期投资	1	2	2	0	0
ROE(%)	12.1%	12.8%	13.3%	13.6%	13.9%	其他	117	245	8	-2	-2
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.22	1.41	1.61	1.85	筹资活动现金流	-1,310	-1,430	193	-541	-597
P/E	42.93	44.13	30.74	26.94	23.49	吸收投资	70	86	0	0	0
P/B	5.19	5.64	4.10	3.66	3.26	借款	-56	43	807	100	100
EV/EBITDA	14.38	16.14	13.86	11.53	9.55	支付利息或股息	-796	-874	-564	-641	-697
						现金净增加额	1,735	395	2,562	2,540	2,807

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。