

香港市场短期承压， 看好 H2 稳步恢复

核心观点

公司 2024 年上半年实现收入 6.65 亿港元，同比下滑 18.2%，实现归母净利润 2.20 亿港元，同比下滑 17.4%，公司业绩短期承压，主要由于香港及澳门零售市场疲软，居民及旅客消费力较弱，销售收入出现大幅下滑。下半年随着香港地区消费环境逐步改善、海外地区保持平稳增长、叠加内地市场持续放量，整体业绩有望逐步恢复，我们看好公司下半年经营稳步恢复。

事件

公司发布 2024 年半年度业绩报告，业绩低于我们此前预期

8 月 30 日晚，公司发布 2024 年半年度业绩报告，2024 年上半年实现收入 6.65 亿港元，同比下滑 18.2%，实现归母净利润 2.20 亿港元，同比下滑 17.4%，业绩低于我们此前预期。

简评

香港地区业绩承压，看好下半年稳步恢复

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	1,731	1,525	1,579	1,747	1,934
YOY(%)	11.2	-11.9	3.5	10.6	10.7
净利润(百万港元)	646	540	551	616	686
YOY(%)	6.3	-16.3	2.0	11.7	11.5
毛利率(%)	66.4	68.7	71.0	71.2	71.4
净利率(%)	39.9	38.7	37.7	38.0	38.3
ROE(%)	17.9	14.0	13.4	14.0	14.6
EPS(港元/股，摊薄)	0.77	0.65	0.66	0.74	0.82
P/E(倍)	9.7	11.6	11.4	10.2	9.2
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源: iFinD, 中信建投证券

同仁堂国药 (3613. HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

发布日期: 2024 年 9 月 10 日

当前股价: 7.50 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-13.94/-18.10	-22.57/-20.20	-47.96/-43.99

12 月最高/最低价 (港元) 14.26/7.41

总股本 (万股) 83,710.00

流通 H 股 (万股) 83,710.00

总市值 (亿港元) 62.03

流通市值 (亿港元) 62.03

近 3 月日均成交量 (万) 121.43

主要股东

北京同仁堂科技发展股份有限公司 38.05%

股价表现



2024年上半年,公司实现收入6.65亿港元,同比下滑18.2%,实现归母净利润2.20亿港元,同比下滑17.4%,主要由于:1)香港地区受居民及旅客消费模式转变影响,收入下降24.02%为3.34亿港币,部门经营利润下降28.88%为2.02亿港币;2)澳门地区消费力亦存在疲软现象,带动海外地区外部客户收入下降19.29%为2.14亿港币,部门经营利润下降29.7%为0.37亿港币。

内地地区保持稳健增长,其余市场短期业绩承压

从各地经营趋势上来看:

1) 香港市场: 24H1实现收入3.34亿港元,同比下降24.02%,部门经营利润下降28.88%为2.02亿港币。整体来看,24年上半年,香港地区零售市场持续疲软,旅客和本地居民消费模式发生明显变化,旅客逗留时间及人均消费水平均呈现下降趋势,导致整体业绩承压,但上半年公司持续扩大香港零售市场规模,新增三家零售终端,下半年有望贡献额外增量。**2) 海外市场:** 24年上半年实现收入2.14亿港元,同比下降19.29%,部门经营利润下降29.7%为0.37亿港币,主要由于消费力影响,下半年有望逐步恢复。**3) 内地市场:** 24年上半年实现收入1.16亿港元,同比增长7.86%,部门经营利润转正为0.20亿港币,推测主要由于部分产品社会库存逐步消化、叠加竞争环境改善。

展望下半年,公司持续推出同仁堂仙龄、保龄中式抗衰老NMN系列产品、桂枝茯苓丸、活络油等新品,同时在香港部分门店提供中医诊疗服务,下半年随着消费环境逐步改善,叠加线上线下渠道持续开发,整体业绩有望持续改善。

毛利率稳健增长,存货周转天数增加

2024年上半年,公司综合毛利率为68.0%,同比增长5.6pp,主要由于部分高毛产品收入占比增加所致;销售费用率为19.4%,同比增长6.7pp,主要由于收入端增速放缓,但费用支出相对刚性影响;管理费用率为11.2%,同比增长1.0pp,主要由于收入端增速放缓,但费用支出相对刚性影响。存货周转天数从304天上升至1106天,主要由于收入下降,但公司加大备货;其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们认为,公司作为同仁堂集团海外业务运作平台,经营趋势有望逐步向好,叠加公司积极深化营销体系改革,业绩有望逐步实现恢复性增长;我们预计公司2024-2026年实现营业收入分别为15.79亿港元、17.47亿港元和19.34亿港元,归母净利润分别为5.51亿港元、6.16亿港元和6.86亿港元,折合EPS(摊薄)分别为0.66港元/股、0.74港元/股和0.82港元/股,同比增长分别为2.0%、11.7%、11.5%,对应PE分别为11.4x、10.2x及9.2x,维持“买入”评级。

风险分析

1、新冠疫情影响风险:目前国内疫情形势依然有波动,如果各地疫情反复持续,可能会对工业生产、物流快递等造成一定影响,进而影响公司相关产品销售及业绩预期; 2、药品降价风险:公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降,进而影响公司盈利预期; 3、原材料价格波动风险:中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响,容易出现较大幅度的波动,如果中药原材料价格上涨,公司生产成本可能会大幅上涨,进而影响公司利润。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名。2018年Wind“金牌分析师”医药行业第3名，2018第一财经最佳分析师医药行业第1名。2013年新财富医药行业第3名，水晶球医药行业第5名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO细分领域。

2023年（第21届）、2022年（第20届）、2021年（第19届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

研究助理

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk