

同仁堂 (600085.SH)

中药材成本影响短期利润，营收维持增长趋势

2024 年前三季度公司实现营业收入 138.20 亿元，同比增长 0.72%；归母净利润 13.50 亿元，同比下降 2.92%；扣非归母净利润 13.20 亿元，同比下降 4.17%。其中 2024Q3 实现营收 40.57 亿元，同比增长 2.42%；归母净利润 3.29 亿元，同比下降 18.57%；扣非归母净利润 3.28 亿元，同比下降 17.71%。

- 中药材成本上升，短期利润有所承压。2024 年第三季度公司实现 40.57 亿元收入，较上年同期微增 2.42%，然而归母净利润为 3.29 亿元，同比下降 18.57%，扣非归母净利润为 3.28 亿元，同比下降 17.71%，核心是受到中药材价格上升而导致公司产品成本压力加大影响。核心子公司同仁堂科技前三季度实现营收 54.84 亿元，归母净利润 5.46 亿元。
- 毛利率下降导致公司盈利能力短期承压。2024 年 Q3 公司毛利率为 43.23%，受药材成本影响同比下降 3.51pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率为 18.73%/9.08%/1.15%，同比+0.29pct/+0.90pct/-0.08pct，由于收入总额下降销售费用率和管理费用率有所上升；2024Q3 公司整体实现净利率 11.55%，同比下降 3.97pct。
- 收购红惠医药 51%股权，提升医疗渠道销售能力。公司公告控股子公司同仁堂商业将以 1.05 亿元受让红惠医药 51%股权，借助红惠医药在医疗渠道的服务优势，整合同仁堂内部资源，挖掘同仁堂产品在院内的销售潜力；同时也可以借助同仁堂品牌优势，提升红惠医药的客户覆盖面，拓展销售规模。
- 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为随着中药材价格企稳回落，公司成本压力有望逐步缓解带动毛利率提升，同时随着院内等新渠道布局开拓，盈利能力仍有提升空间。调整预计 2024-2026 年将实现归母净利润 17.0/19.8/22.8 亿元，同比增长 1.6%/16.7%/15.3%，对应 PE 为 34/29/25 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：政策及市场推广风险、原材料供应及价格风险、研发失败风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	15372	17861	18182	19989	21774
同比增长	5%	16%	2%	10%	9%
营业利润(百万元)	2721	3084	3132	3654	4214
同比增长	17%	13%	2%	17%	15%
归母净利润(百万元)	1426	1669	1695	1977	2281
同比增长	16%	17%	2%	17%	15%
每股收益(元)	1.04	1.22	1.24	1.44	1.66
PE	40.4	34.5	34.0	29.1	25.3
PB	4.9	4.4	4.1	3.7	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/生物医药

目标估值：NA

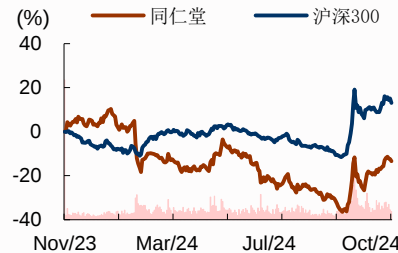
当前股价：42.0 元

基础数据

总股本（百万股）	1371
已上市流通股（百万股）	1371
总市值（十亿元）	57.6
流通市值（十亿元）	57.6
每股净资产（MRQ）	9.5
ROE（TTM）	12.5
资产负债率	34.4%
主要股东	中国北京同仁堂(集团)有限
主要股东持股比例	52.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	-7	-14
相对表现	10	-18	-27



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《同仁堂（600085）—中药材成本影响短期毛利率，中期分红率达 67.2%》2024-09-09
- 2、《同仁堂（600085）—业绩符合预期，稳步推进大品种战略》2024-04-02
- 3、《同仁堂（600085）—发扬安牛品牌价值，百年老字号焕新机》2024-03-26

梁广楷 S1090524010001

lianguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	20559	23361	25091	28255	31897
现金	11624	12132	13199	15375	18079
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	464	239	455	500	544
应收款项	1301	1056	1273	1399	1524
其它应收款	96	112	114	126	137
存货	6694	9340	9500	10254	10963
其他	379	482	549	600	649
非流动资产	6485	6728	6789	6957	7026
长期股权投资	19	18	18	18	18
固定资产	3809	3808	3807	3806	3805
无形资产商誉	796	805	725	652	587
其他	1861	2097	2240	2481	2616
资产总计	27044	30089	31880	35212	38924
流动负债	6336	7162	6928	7598	8242
短期借款	310	93	100	120	140
应付账款	3491	4502	4600	4965	5308
预收账款	625	676	718	775	828
其他	1910	1891	1510	1738	1965
长期负债	2255	2671	2757	2867	2997
长期借款	1222	1430	1430	1430	1430
其他	1033	1241	1327	1437	1567
负债合计	8590	9832	9685	10465	11239
股本	1371	1371	1371	1371	1371
资本公积金	2006	2001	2001	2001	2001
留存收益	8430	9686	10695	12163	13851
少数股东权益	6647	7199	8128	9211	10461
归属于母公司所有者权益	11807	13058	14067	15536	17223
负债及权益合计	27044	30089	31880	35212	38924

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3094	1869	2438	2848	3304
净利润	2199	2583	2624	3061	3530
折旧摊销	399	401	424	411	400
财务费用	(12)	(124)	(83)	(122)	(157)
投资收益	(3)	1	(103)	(104)	(105)
营运资金变动	506	(962)	(383)	(341)	(317)
其它	5	(30)	(41)	(57)	(47)
投资活动现金流	(211)	(76)	(338)	(415)	(314)
资本支出	(330)	(325)	(319)	(319)	(319)
其他投资	119	248	(19)	(96)	5
筹资活动现金流	(1310)	(1430)	(1033)	(257)	(286)
借款变动	(609)	(1305)	(517)	20	20
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	13	(5)	0	0	0
股利分配	(398)	(439)	(686)	(508)	(593)
其他	(316)	319	169	232	287
现金净增加额	1573	363	1067	2176	2704

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15372	17861	18182	19989	21774
营业成本	7870	9414	10000	10794	11540
营业税金及附加	167	168	182	200	218
营业费用	3071	3437	3236	3498	3702
管理费用	1342	1523	1418	1559	1698
研发费用	217	280	309	400	544
财务费用	(5)	(110)	(83)	(122)	(157)
资产减值损失	(82)	(121)	(90)	(110)	(120)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	92	57	100	100	100
投资收益	3	(1)	3	4	5
营业利润	2721	3084	3132	3654	4214
营业外收入	5	9	9	9	10
营业外支出	9	12	13	14	15
利润总额	2717	3081	3128	3649	4209
所得税	518	497	504	588	679
少数股东损益	774	914	929	1083	1250
归属于母公司净利润	1426	1669	1695	1977	2281

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	5%	16%	2%	10%	9%
营业利润	17%	13%	2%	17%	15%
归母净利润	16%	17%	2%	17%	15%
获利能力					
毛利率	48.8%	47.3%	45.0%	46.0%	47.0%
净利率	9.3%	9.3%	9.3%	9.9%	10.5%
ROE	12.7%	13.4%	12.5%	13.4%	13.9%
ROIC	11.2%	11.7%	11.1%	11.8%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	32.7%	30.4%	29.7%	28.9%
净负债比率	7.5%	6.8%	4.8%	4.4%	4.0%
流动比率	3.2	3.3	3.6	3.7	3.9
速动比率	2.2	2.0	2.3	2.4	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	9.4	11.7	12.0	11.0	11.0
应付账款周转率	2.3	2.4	2.2	2.3	2.2
每股资料(元)					
EPS	1.04	1.22	1.24	1.44	1.66
每股经营净现金	2.26	1.36	1.78	2.08	2.41
每股净资产	8.61	9.52	10.26	11.33	12.56
每股股利	0.32	0.50	0.37	0.43	0.50
估值比率					
PE	40.4	34.5	34.0	29.1	25.3
PB	4.9	4.4	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	20.6	18.9	17.9	15.8	14.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。