

同仁堂 (600085.SH)

Q4 业绩略超预期，大品种战略持续推进

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,603	15,372	17,677	19,857	22,347
增长率 yoy (%)	13.9	5.3	15.0	12.3	12.5
归母净利润(百万元)	1,227	1,426	1,731	1,969	2,228
增长率 yoy (%)	19.0	16.2	21.4	13.8	13.2
ROE (%)	11.3	11.9	12.9	13.0	13.0
EPS 最新摊薄(元)	0.89	1.04	1.26	1.44	1.62
P/E (倍)	61.6	53.0	43.7	38.4	33.9
P/B (倍)	7.1	6.4	5.8	5.2	4.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价

事件: 同仁堂发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入约 153.72 亿元 (+5.27%); 实现归母净利润 14.26 亿元 (+16.17%); 基本每股收益 1.04 元 (+16.20%)。其中 Q4 实现营业收入 44.72 亿元 (+14.09%), 实现归母净利润 4.23 亿元 (+37.60%)。

Q4 疫情放业绩略超预期, 毛利率稳中有升。 疫情放开感冒类药物和清热药物销售放量, Q4 增长较大。公司统筹推进生产和营销改革, 毛利率在逆势中有所上升为 48.80% (+1.18pct), 费用率保持平稳, 净利率为 9.28% (+0.88pct)。医药商业板块实现营收 84.80 亿元 (+2.91%), 毛利率为 30.95% (-0.56pct), 报告期末, 同仁堂商业在全国主要地区共设立同仁堂药店 942 家, 22 年新设门店 24 家, 闭店 2 家。医药工业实现营收 98.40 亿元 (+10.86%), 毛利率为 48.95% (+0.82pct), 分产品来看:

1) 心脑血管类营收 40.63 亿元 (+11.96%), 毛利率 61.20% (+1.24pct)。根据共研网, 22 年中国安牛市场规预计为 45.8 亿元, 同比增长约 15%, 21 年安牛国内零售市场中同仁堂占比 56.41%。我们预测 22 年安牛营收约 25 亿 (+18%), 今年精品安牛有望上市, 对标高净值人群。同仁牛黄清心和同仁大活络丸均为独家品种, 分别为公司第二、第三大品种。

2) 补益类营收 15.67 亿元 (+7.6%), 毛利率 42.99% (+0.54pct)。产品营收: 六味地黄丸-6.55%, 金匱肾气系列+1.71%, 阿胶+10.38%, 生脉饮+17%;

3) 清热类营收 5.29 亿元 (+0.93%), 毛利率 34.39% (-1.7pct)。产品营收: 牛黄解毒系列-0.63%, 感冒清热颗粒+11%;

4) 妇科类营收 3.48 亿元 (-8.27%), 毛利率 38.12% (-2.04pct)。下降较多主要系市场推广不佳。

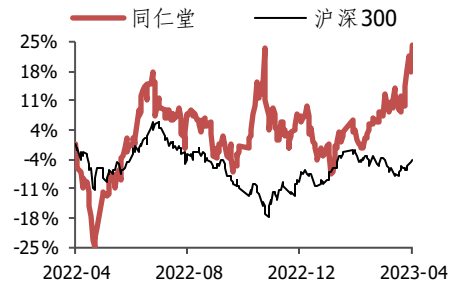
子公司同仁堂科技和国药表现超预期, 母公司增长稳健。 同仁堂科技营收 59.92 亿元 (+10.95%), 净利润 10.02 亿元 (+15.55%); 同仁堂国药营收 14.95 亿元 (+15.76%), 净利润 5.96 亿元 (+10.39%), 其中香港/海外/内地市场收入分别为 8.26/4.72/4.34 亿港元, 分别同比增长 20.0%/6.9%/1.7%; 母公司营收 36.94 亿 (+8.87%), 归母净利润 10.91

买入 (维持评级)

股票信息

行业	医药
2023 年 4 月 4 日收盘价(元)	56.36
总市值(百万元)	77,296.06
流通市值(百万元)	77,296.06
总股本(百万股)	1,371.47
流通股本(百万股)	1,371.47
近 3 月日均成交额(百万元)	541.84

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

相关研究

- 《疫情下净利润承压, 期待业绩回暖—同仁堂(600085)公司动态点评》2022-10-31
- 《核心品种增长稳健, 营销改革红利持续释放—同仁堂(600085)公司动态点评》2022-09-05
- 《转让孙公司 49% 股权, 助力集团医养板块发展—同仁堂公司动态点评》2022-06-30

亿元（+27.34%）。

大品种战略持续推进，看好老龄化+消费升级背景下安牛的市场前景。公司大品种战略持续推进。前五营收产品 45.04 亿元（+9.42%），占总营收比例 29.30%（+1.11pct）。22 年公司目前的前五产品仍是安宫、同仁牛黄清心、同仁大活络丸、六味地黄丸、金匱肾气系列。公司目前仍然以大品种为重点突破，考核会细分到每个品种。公司针对安牛正在进行急性缺血性卒中的临床研究和二次开发。我们认为，随着消费升级和疫后大众保健意识的加强，公司拳头产品安牛消费场景已延伸到日常消费，前期市场教育成效将逐步显现。

投资建议：同仁堂是集品牌优势、品种优势为一体的中华老字号，公司拳头产品安牛具有“双天然性”，保值增值属性好，叠加老龄化需求释放，长期发展动力足。预计公司 23-25 年实现营收 176.77/198.57/223.47 亿元，分别同比增长 15%/12%/13%；实现归母净利润 17.31/19.69/22.28 亿元，分别同比增长 21%/14%/13%；对应 PE 估值分别为 44/38/34X，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，医药行业政策变化风险，国外经营贸易政策风险，国企改革行动实施风险，局部疫情反弹风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18174	20559	22866	25440	29315
现金	9926	11624	12297	14109	16107
应收票据及应收账款	1497	1765	1868	2213	2418
其他应收款	90	96	120	121	151
预付账款	185	161	268	196	336
存货	6169	6694	8050	8560	10051
其他流动资产	306	219	263	241	252
非流动资产	6899	6485	6828	7137	7473
长期投资	14	19	24	29	34
固定资产	3942	3813	4162	4425	4731
无形资产	736	746	809	876	914
其他非流动资产	2206	1906	1834	1806	1794
资产总计	25073	27044	29694	32577	36788
流动负债	6302	6336	6933	7372	8757
短期借款	831	310	451	390	1085
应付票据及应付账款	3231	3491	4017	4547	4988
其他流动负债	2241	2535	2466	2435	2684
非流动负债	2098	2255	2077	1877	1667
长期借款	745	1222	1045	844	634
其他非流动负债	1353	1033	1033	1033	1033
负债合计	8400	8590	9011	9249	10424
少数股东权益	6039	6647	7584	8651	9858
股本	1371	1371	1371	1371	1371
资本公积	1993	2006	2006	2006	2006
留存收益	7313	8341	10188	12289	14667
归属母公司股东权益	10634	11807	13099	14677	16506
负债和股东权益	25073	27044	29694	32577	36788

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3426	3094	2068	3099	2595
净利润	1891	2199	2668	3036	3435
折旧摊销	396	399	373	363	393
财务费用	30	-5	-15	-20	-26
投资损失	-9	-3	-4	-3	-3
营运资金变动	442	-128	-952	-278	-1203
其他经营现金流	677	632	-3	1	-1
投资活动现金流	-342	-211	-711	-669	-725
资本支出	471	330	712	667	725
长期投资	0	0	-5	-5	-5
其他投资现金流	129	119	6	2	4
筹资活动现金流	-1384	-1310	-826	-556	-567
短期借款	407	-521	141	-61	695
长期借款	261	477	-177	-201	-210
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-14	13	0	0	0
其他筹资现金流	-2039	-1279	-790	-295	-1052
现金净增加额	1650	1735	532	1873	1303

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	14603	15372	17677	19857	22347
营业成本	7648	7870	9121	10219	11482
营业税金及附加	155	167	192	216	243
营业费用	2748	3071	3440	3849	4338
管理费用	1335	1342	1535	1714	1918
研发费用	176	217	250	281	316
财务费用	30	-5	-15	-20	-26
资产减值损失	-222	-87	-100	-113	-127
其他收益	42	92	40	40	40
公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资净收益	9	3	4	3	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2328	2721	3298	3754	4247
营业外收入	4	5	5	5	5
营业外支出	6	9	7	8	8
利润总额	2327	2717	3296	3751	4244
所得税	437	518	628	714	808
净利润	1891	2199	2668	3036	3435
少数股东损益	663	774	937	1067	1207
归属母公司净利润	1227	1426	1731	1969	2228
EBITDA	2525	2867	3376	3779	4258
EPS (元/股)	0.89	1.04	1.26	1.44	1.62

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	13.9	5.3	15.0	12.3	12.5
营业利润 (%)	16.2	16.9	21.2	13.8	13.1
归属母公司净利润 (%)	19.0	16.2	21.4	13.8	13.2
获利能力					
毛利率 (%)	47.6	48.8	48.4	48.5	48.6
净利率 (%)	12.9	14.3	15.1	15.3	15.4
ROE (%)	11.3	11.9	12.9	13.0	13.0
ROIC (%)	13.4	14.3	16.2	16.9	16.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.5	31.8	30.3	28.4	28.3
净负债比率 (%)	-45.7	-51.2	-50.2	-53.3	-52.8
流动比率	2.9	3.2	3.3	3.5	3.3
速动比率	1.9	2.1	2.1	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	13.6	13.3	13.5	13.4	13.4
应付账款周转率	2.6	2.4	2.5	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	1.04	1.26	1.44	1.62
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.50	2.26	1.51	2.26	1.89
每股净资产 (最新摊薄)	7.75	8.61	9.55	10.70	12.04
估值比率					
P/E	61.6	53.0	43.7	38.4	33.9
P/B	7.1	6.4	5.8	5.2	4.6
EV/EBITDA	29.3	25.4	21.6	19.0	16.8

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 4 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686