

研究所

证券分析师:

周小刚 S0350521090002

zhouxg@ghzq.com.cn

公司业绩增长超预期, 重点产品持续高增长

——同仁堂(600085)点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/03/29

表现	1M	3M	12M
同仁堂	9.5%	1.7%	-0.5%
沪深300	-1.6%	3.9%	-3.1%

市场数据

2023/03/29

当前价格(元)	53.60
52周价格区间(元)	32.91-57.57
总市值(百万)	73,510.81
流通市值(百万)	73,510.81
总股本(万股)	137,147.03
流通股本(万股)	137,147.03
日均成交额(百万)	903.12
近一月换手(%)	0.83

相关报告

《——同仁堂(600085)点评报告: 业绩增速符合预期, 利润增速略低于预期 (买入)*中药II*周小刚》——2022-10-30

《——同仁堂(600085)中报点评报告: 中报业绩符合预期, 净利润稳定增长 (买入)*中药II*周小刚》——2022-09-01

《——同仁堂(600085)事件点评: 一季度业绩增长符合预期, 净利润增长超预期 (买入)*中药*周小刚》——2022-04-30

《同仁堂(600085)深度报告: 百年御药成长加速, 大品种量价齐升带动业绩增长(买入)*中药*周小刚》——2022-04-23

事件:

同仁堂发布2022年年报: 2022年, 公司营收154亿元, 同比增长5.27%; 归母净利润14亿元, 同比增长16.17%; 扣非归母净利润14亿元, 同比增长15.67%。

2022年Q4单季度营收45亿元, 同比增长14%; 归母净利润4.23亿元, 同比增长37.60%; 扣非归母净利润4亿元, 同比增长36.37%。

投资要点:

■ **公司2022年收入、业绩增长超预期** 2022年, 公司营收154亿元, 同比增长5.27%; 归母净利润14亿元, 同比增长16.17%; 扣非归母净利润14亿元, 同比增长15.67%。公司2022年Q4单季度营收45亿元, 同比增长14%; 归母净利润4.23亿元, 同比增长37.60%; 扣非归母净利润4亿元, 同比增长36.37%。

■ **重点产品持续高增长** 心脑血管领域是同仁堂的支柱领域, 前五大产品中有3个是心脑血管领域产品。2022年公司心脑血管品类及前五大产品收入增速均超过公司整体收入水平。

全年医药工业部分收入98亿元, 同比增长10.86%, 毛利率48.95%, 同比增加0.82个百分点。医药商业部分收入85亿元, 同比增长2.91%, 毛利率30.95%, 同比减少0.56个百分点。

心脑血管类收入41亿元, 同比增长11.96%, 毛利率61.20%, 同比增加1.24个百分点。补益类收入16亿元, 同比增长7.60%, 毛利率42.99%, 同比增加0.54个百分点。清热类收入5亿元, 同比增长0.93%, 毛利率34.39%, 同比减少1.70个百分点。妇科类收入3.5亿元, 同比减少8.27%, 毛利率38.12%, 同比减少2.04个百分点。

前五大产品(安牛、清心、大活络、六味地黄、金匱肾气)收入45亿元, 同比增长9.42%, 占工业占比46%, 毛利率60.26%, 同比增加1.07个百分点。

■ **公司加大宣传费用投入, 品牌力有望进一步提高** 2022年公司全年销售费用31亿元, 同比增长11.75%; 研发费用2亿元, 同比增

长 23.59%；管理费用 13 亿元，同比增长 0.5%；财务费用-0.5 亿元。其中销售费用增长较快，2022 年 Q4 销售费用超过 9 亿元，同比增长 54.94%；拆分来看销售费用中投入增长较快的是市场拓展费及广告费，2022 年全年市场拓展费 7.6 亿元，同比增长 38.34%，其中下半年投入 4 亿元，同比增长 116.88%。2022 年全年广告费 2 亿元，同比增长 58.38%，其中下半年投入 1.7 亿元，同比增长 75.81%。

- **公司经营现金流净额略有降低，整体经营情况平稳** 2022 年公司实现经营活动净现金流量 30.94 亿元，同比下降 9.69%；其中经营活动现金流入 174 亿元，同比增长 5.21%；经营活动现金流出 143 亿元，同比增长 9.10%，公司整体经营稳健。
- **盈利预测和投资评级** 同仁堂作为中药领域“地标性”品牌，拥有较强的品牌护城河，核心产品稳定较快增长，看好公司长期发展。我们预计 2023/2024/2025 公司收入分别为 168.83、185.86、205.24 亿元，同比增长 10%/10%/10%；对应归母净利润分别为 16.79、19.82、23.26 亿元，同比增长 18%/18%/17%；对应 PE 估值 43.85X/37.14X/31.64X。维持“买入”评级。
- **风险提示** 重点产品销售推广不及预期的风险。原材料涨价过猛导致产品毛利润降低的风险。门店扩张低于预期的风险。宏观经济超预期下行风险。行业政策变动风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	15372	16883	18586	20524
增长率（%）	5	10	10	10
归母净利润（百万元）	1426	1679	1982	2326
增长率（%）	16	18	18	17
摊薄每股收益（元）	1.04	1.22	1.44	1.70
ROE（%）	12	12	13	13
P/E	51.61	43.85	37.14	31.64
P/B	5.19	5.46	4.76	4.14
P/S	3.99	4.36	3.96	3.59
EV/EBITDA	14.34	14.79	12.21	10.11

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：同仁堂盈利预测

证券代码:	600085				股价:	53.60		投资评级:	买入		日期:	2023/03/29	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	12%	12%	13%	13%	EPS	1.04	1.22	1.44	1.70				
毛利率	49%	50%	50%	51%	BVPS	8.61	9.83	11.28	12.97				
期间费率	29%	27%	27%	26%	估值								
销售净利率	9%	10%	11%	11%	P/E	51.61	43.85	37.14	31.64				
成长能力					P/B	5.19	5.46	4.76	4.14				
收入增长率	5%	10%	10%	10%	P/S	3.99	4.36	3.96	3.59				
利润增长率	16%	18%	18%	17%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.57	0.57	0.55	0.54	营业收入	15372	16883	18586	20524				
应收账款周转率	11.81	12.77	12.79	12.43	营业成本	7870	8526	9274	10098				
存货周转率	2.30	2.42	2.46	2.48	营业税金及附加	167	182	200	221				
偿债能力					销售费用	3071	3123	3327	3592				
资产负债率	32%	29%	28%	26%	管理费用	1342	1523	1662	1786				
流动比	3.25	3.61	3.81	4.07	财务费用	-5	-27	-49	-32				
速动比	2.16	2.50	2.72	2.97	其他费用/(-收入)	217	218	245	272				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	2721	3200	3778	4447				
现金及现金等价物	11624	14174	17002	20179	营业外净收支	-5	-2	-5	-17				
应收款项	1765	1822	2020	2270	利润总额	2717	3198	3773	4430				
存货净额	6694	6989	7566	8279	所得税费用	518	603	713	838				
其他流动资产	475	605	623	671	净利润	2199	2595	3059	3592				
流动资产合计	20559	23590	27211	31399	少数股东损益	774	916	1078	1266				
固定资产	3809	3708	3773	3778	归属于母公司净利润	1426	1679	1982	2326				
在建工程	136	144	157	175	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	2521	2383	2341	2283	经营活动现金流	3094	3300	3885	4262				
长期股权投资	19	22	24	27	净利润	1426	1679	1982	2326				
资产总计	27044	29847	33506	37662	少数股东权益	774	916	1078	1266				
短期借款	310	300	350	332	折旧摊销	949	900	996	1015				
应付款项	3491	3691	4032	4398	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-128	-490	-490	-681				
其他流动负债	2535	2552	2761	2977	投资活动现金流	-211	-664	-1030	-990				
流动负债合计	6336	6543	7143	7707	资本支出	-329	-668	-1034	-994				
长期借款及应付债券	1222	1222	1222	1222	长期投资	1	-2	-3	-3				
其他长期负债	1033	1033	1033	1033	其他	117	5	6	6				
长期负债合计	2255	2255	2255	2255	筹资活动现金流	-1310	-86	-27	-95				
负债合计	8590	8798	9398	9962	债务融资	-56	-10	50	-18				
股本	1371	1371	1371	1371	权益融资	70	0	0	0				
股东权益	18454	21049	24108	27701	其它	-1324	-77	-77	-77				
负债和股东权益总计	27044	29847	33506	37662	现金净增加额	1735	2550	2828	3177				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。