

增持 (维持)

同仁堂 (600085)

一季度业绩超预期, 市场需求增加、深化营销改革

2023年5月1日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	58.16
总股本(百万股)	1,371
流通股本(百万股)	1,371
净资产(亿元)	123
总资产(亿元)	279
每股净资产(元)	8.97

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《同仁堂: 营销改革、核心品种驱动, 全年业绩略超预期》
《同仁堂: 短期扰动不改长期趋势, 期待深化改革促发展》
《同仁堂: 上半年业绩增长符合预期, 战略落实、管理升级》
《同仁堂: 一季度业绩略超预期, 营销改革持续深化》

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn
S0190515090001

投资要点

- 一季度市场需求增加, 业绩增长超预期。2023年Q1实现营收51.43亿元, 同比增长30.08%, 一季度医药市场需求增加, 公司积极开拓市场, 深化营销改革及下属公司销量大幅度增长, 实现归母净利润5.23亿元, 同比增长30.85%, 扣非净利润5.19亿元, 同比增长31.13%, 利润端增速与收入端同步。一季度经营活动产生的现金流量净额11.45亿元, 同比增长22.62%, 现金流良好。
- 盈利能力稳中微增, 费用控制良好。2023年Q1毛利率46.5%, 同比下降1.76pct, 估计与原材料价格波动有关, 毛利率变化幅度可控。净利率16.13%, 同比提升1.78pct, 净利率水平有所提升, 主要受益于费用率下降。销售费用率18.16%, 同比下降1.67pct, 管理费用率7.68%, 同比下降1.26pct, 费用管控良好, 提质增效; 研发费用率0.88%, 同比提升0.06pct, 持续投入研发。
- 子公司一季度同样增长亮眼。同仁堂科技2023年一季度营收20.57亿, 同比增长42.04%, 收入增长亮眼; 毛利率44.09%, 同比下降3.9pct, 归母净利润2.1亿元, 同比增长30.38%, 归母净利率10.23%, 同比下降0.91pct。
- 盈利预测及估值: 我们维持盈利预测, 预计公司2023-2025年归母净利润16.56、19.02、21.78亿元, 同比增长16.1%、14.9%、14.5%, 对应2023年4月28日收盘价, PE为48.2、41.9、36.6倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、新冠疫情对经营的影响等风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,372	17,316	19,311	21,451
同比增长	5.3%	12.6%	11.5%	11.1%
归母净利润(百万元)	1,426	1,656	1,902	2,178
同比增长	16.2%	16.1%	14.9%	14.5%
毛利率	48.8%	49.0%	49.1%	49.1%
ROE	12.1%	12.8%	13.3%	13.7%
每股收益(元)	1.04	1.21	1.39	1.59
市盈率	55.94	48.17	41.94	36.63

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文**事件**

- 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现 51.43 亿元, 同比增长 30.08%, 归母净利润 5.23 亿元, 同比增长 30.85%, 扣非净利润 5.19 亿元, 同比增长 31.13%。

点评

- **一季度市场需求增加, 业绩增长超预期。** 2023 年 Q1 实现营收 51.43 亿元, 同比增长 30.08%, 一季度医药市场需求增加, 公司积极开拓市场, 深化营销改革及下属公司销量大幅度增长, 实现归母净利润 5.23 亿元, 同比增长 30.85%, 扣非净利润 5.19 亿元, 同比增长 31.13%, 利润端增速与收入端同步。一季度经营活动产生的现金流量净额 11.45 亿元, 同比增长 22.62%, 现金流良好。
- **盈利能力稳中微增, 费用控制良好。** 2023 年 Q1 毛利率 46.5%, 同比下降 1.76pct, 估计与原材料价格波动有关, 毛利率变化幅度可控。净利率 16.13%, 同比提升 1.78pct, 净利率水平有所提升, 主要受益于费用率下降。销售费用率 18.16%, 同比下降 1.67pct, 管理费用率 7.68%, 同比下降 1.26pct, 费用管控良好, 提质增效; 研发费用率 0.88%, 同比提升 0.06pct, 持续投入研发。
- **子公司一季度同样增长亮眼。** 同仁堂科技 2023 年一季度营收 20.57 亿, 同比增长 42.04%, 收入增长亮眼; 毛利率 44.09%, 同比下降 3.9pct, 归母净利润 2.1 亿元, 同比增长 30.38%, 归母净利率 10.23%, 同比下降 0.91pct。
- **期待市场环境改善的背景下, 营销改革持续释放发展动能。** 公司持续聚焦大品种, 坚持不饱和营销模式, “一品一策” “一区一策”, 实现大品种差异化销售; 持续深化营销改革, 推进营销组织体系新突破, 规范升级职业发展与绩效管理, 强化营销组织体系矩阵式管理, 优化终端事业部与药酒事业部职能, 加速线上线下一体推进, 推促学术推广转型升级。
- **盈利预测及估值:** 我们维持盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润 16.56、19.02、21.78 亿元, 同比增长 16.1%、14.9%、14.5%, 对应 2023 年 4 月 28 日收盘价, PE 为 48.2、41.9、36.6 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、新冠疫情对经营的影响等风险。

附表

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
流动资产	20559	23870	26914	31075					
货币资金	11624	13835	15967	18809					
交易性金融资产	0	1	0	0					
应收票据及应收账款	1765	1879	2096	2373					
预付款项	161	246	238	264					
存货	6694	7499	8217	9229					
其他	315	410	396	400					
非流动资产	6485	5878	5874	5404					
长期股权投资	19	16	17	17					
固定资产	3809	3668	3415	3143					
在建工程	136	68	34	17					
无形资产	746	825	869	904					
商誉	45	43	43	44					
长期待摊费用	109	-2	-110	-216					
其他	1621	1259	1607	1495					
资产总计	27044	29748	32788	36480					
流动负债	6336	6720	7065	7678					
短期借款	310	570	440	505					
应付票据及应付账款	3491	3788	4246	4748					
其他	2535	2362	2379	2425					
非流动负债	2255	2551	2884	3238					
长期借款	1222	1491	1827	2188					
其他	1033	1060	1057	1050					
负债合计	8590	9272	9949	10916					
股本	1371	1371	1371	1371					
资本公积	2006	2006	2006	2006					
未分配利润	7262	8360	9577	10984					
少数股东权益	6647	7527	8529	9665					
股东权益合计	18454	20477	22839	25563					
负债及权益合计	27044	29748	32788	36480					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
归母净利润	1426	1656	1902	2178					
折旧和摊销	399	383	384	385					
资产减值准备	87	26	61	59					
资产处置损失	-0	-4	-2	-2					
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财务费用	-12	9	6	-4					
投资损失	-3	-4	-6	-4					
少数股东损益	774	880	1002	1136					
营运资金的变动	-128	-922	-387	-741					
经营活动产生现金流量	3094	1956	3001	3002					
投资活动产生现金流量	-211	175	-467	-16					
融资活动产生现金流量	-1310	80	-402	-143					
现金净变动	1735	2211	2132	2843					
现金的期初余额	9886	11624	13835	15967					
现金的期末余额	11622	13835	15967	18809					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	15372	17316	19311	21451					
营业成本	7870	8825	9834	10919					
税金及附加	167	186	207	231					
销售费用	3071	3394	3727	4076					
管理费用	1342	1507	1661	1823					
研发费用	217	242	270	300					
财务费用	-5	9	6	-4					
其他收益	92	63	66	73					
投资收益	3	4	6	4					
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0					
信用减值损失	6	-15	-15	-15					
资产减值损失	-87	-80	-80	-80					
资产处置收益	0	4	2	2					
营业利润	2721	3131	3584	4091					
营业外收入	5	4	4	4					
营业外支出	9	13	9	11					
利润总额	2717	3122	3579	4085					
所得税	518	586	675	772					
净利润	2199	2536	2904	3313					
少数股东损益	774	880	1002	1136					
归属母公司净利润	1426	1656	1902	2178					
EPS(元)	1.04	1.21	1.39	1.59					

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.3%	12.6%	11.5%	11.1%
营业利润增长率	16.9%	15.0%	14.5%	14.2%
归母净利润增长率	16.2%	16.1%	14.9%	14.5%
盈利能力				
毛利率	48.8%	49.0%	49.1%	49.1%
归母净利率	9.3%	9.6%	9.8%	10.2%
ROE	12.1%	12.8%	13.3%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	31.8%	31.2%	30.3%	29.9%
流动比率	3.25	3.55	3.81	4.05
速动比率	2.19	2.44	2.65	2.85
营运能力				
资产周转率	59.0%	61.0%	61.8%	61.9%
应收账款周转率	1162.5%	1127.3%	1157.4%	1154.4%
存货周转率	116.4%	118.6%	119.1%	119.2%
每股资料(元)				
每股收益	1.04	1.21	1.39	1.59
每股经营现金	2.26	1.43	2.19	2.19
每股净资产	8.61	9.44	10.43	11.59
估值比率(倍)				
PE	55.9	48.2	41.9	36.6
PB	6.8	6.2	5.6	5.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn