

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

同仁堂（600085）

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

联系电话：19328759065

邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

23Q4 高基数下短期承压，24 年有望稳健增长

2024 年 04 月 01 日

事件：1) 同仁堂发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 178.61 亿元，同比增长 16.19%；实现归母净利润 16.69 亿元，同比增长 16.92%；实现扣非归母净利润 16.57 亿元，同比上升 18.32%；经营性现金流量净额 18.69 亿元，同比下降 39.58%；2023 年公司 EPS 为 1.217 元/股，同比增长 16.91%。2) 同仁堂公告，公司合计拟派发现金红利 6.86 亿元，占归母净利润比例为 41.09%。

点评：

- **2023 年净利润增速较快，医药商业收入增速亮眼。**据公司公告，2023 年四季度，公司实现营收 41.40 亿元（同比-7.44%），实现归母净利润 2.78 亿元（同比-34.47%），业绩高基数影响短期承压。2023 年净利润的增长主要是由中医药市场需求增加，同时公司积极开拓市场，深化营销改革，产品销量增长所致。据年度报告，从收入端来看，公司医药工业板块 2023 年实现营收 110.79 亿元（+12.60%），医药商业板块实现营收 102.46 亿元（+20.82%），公司 2023 年整体净利率同比略有提升。费用端来看，2023 年，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率同比下降，研发费用率同比提升，整体费用控制较为稳健。
- **持续投入上市品种二次研发，子公司同仁堂科技和国药短期承压。**据公司年报，2023 年，公司不断加大二次研发力度，完善大品种基础资料，目前主要有 5 大品种 17 种药品在研，其中包括同仁牛黄清心丸等重点品种；除此之外，公司围绕经营主业，开展经典名方、清脑宣窍滴丸研发和潜力品种探索性研究，挖掘品种价值；川牛膝等目前已完成内控标准研究，正在进行生产质量问题攻关；主要参控股公司中，同仁堂科技 2023 年实现收入 67.73 亿元（同比+13.04%）、净利润 9.92 亿元（同比-0.93%）；同仁堂国药 2023 年实现收入 13.77 亿元（同比-7.94%）、净利润 5.32 亿元（同比-10.78%）；同仁堂商业 2023 年实现收入 103.45 亿元（同比+20.94%）、净利润 5.50 亿元（同比+51.97%）。
- **2024 年推进大品种上量，创效提质。**据年报中 2024 年经营计划，公司将着力规模聚集，持续推进大品种上量，完善潜在大品种增补，推进《国家中药饮片炮制规范》《北京市中药饮片炮制规范》新标落地实施；在创效提质方面，公司将精细化经销商准入及终端门店遴选原则，开展传统炮制技艺标准化研究以及中成药内控标准的建立工作，并在能源管控、小丸剂型等领域开展智能化改造试点工作；在产业链构建方面，公司聚焦于上游原料保障，加强种植养殖型子公司种植养殖基地建设，扩大其规模，并利用信息化手段提高种植养殖经济收益。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计同仁堂 2024-2026 年营收分别为 198.41/221.04/246.52 亿元，归母净利润分别为 19.41/22.87/25.64 亿元，对应 PE 分别为 29/25/22X，维持“增持”评级。

➤ **风险因素：**行业政策风险、原材料涨价风险、市场竞争风险、行业集采风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652
增长率同比 %	5.3%	16.2%	11.1%	11.4%	11.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,427	1,669	1,941	2,287	2,564
增长率同比%	16.3%	16.9%	16.3%	17.9%	12.1%
毛利率%	48.8%	47.3%	47.3%	47.3%	47.3%
净资产收益率 ROE%	12.1%	12.8%	13.3%	13.9%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.22	1.41	1.67	1.87
市盈率 P/E(倍)	42.93	44.13	28.97	24.58	21.93
市净率 P/B(倍)	5.19	5.64	3.85	3.41	3.03

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 29 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	20,559	23,361	26,844	30,742	35,274	
货币资金	11,624	12,132	14,094	16,746	19,613	
应收票据	464	239	272	303	338	
应收账款	1,301	1,056	1,196	1,319	1,479	
预付账款	161	139	209	202	243	
存货	6,694	9,340	10,601	11,684	13,099	
其他	315	456	473	487	503	
非流动资产	6,495	6,728	6,678	6,513	6,331	
长期股权投资	19	18	17	17	17	
固定资产(合计)	3,809	3,808	3,770	3,624	3,468	
无形资产	746	755	750	730	705	
其他	1,920	2,147	2,141	2,141	2,141	
资产总计	27,054	30,089	33,523	37,254	41,605	
流动负债	6,336	7,162	8,048	8,786	9,761	
短期借款	310	93	100	100	100	
应付票据	44	225	258	283	318	
应付账款	3,447	4,276	4,665	5,244	5,822	
其他	2,535	2,567	3,025	3,158	3,521	
非流动负债	2,255	2,671	2,771	2,871	2,971	
长期借款	1,222	1,430	1,530	1,630	1,730	
其他	1,033	1,241	1,241	1,241	1,241	
负债合计	8,590	9,832	10,819	11,656	12,731	
少数股东权益	6,653	7,199	8,092	9,135	10,334	
归属母公司股东权益	11,810	13,058	14,612	16,463	18,540	
负债和股东权	27,054	30,089	33,523	37,254	41,605	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652	
同比(%)	5.3%	16.2%	11.1%	11.4%	11.5%	
归属母公司净利润	1,427	1,669	1,941	2,287	2,564	
同比(%)	16.3%	16.9%	16.3%	17.9%	12.1%	
毛利率(%)	48.8%	47.3%	47.3%	47.3%	47.3%	
ROE(%)	12.1%	12.8%	13.3%	13.9%	13.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.04	1.22	1.41	1.67	1.87	
P/E	42.93	44.13	28.97	24.58	21.93	
P/B	5.19	5.64	3.85	3.41	3.03	
EV/EBITDA	14.38	16.14	12.96	10.55	8.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	15,372	17,861	19,841	22,104	24,652	
营业成本	7,870	9,414	10,457	11,649	12,991	
营业税金及附加	167	168	198	221	247	
销售费用	3,071	3,437	3,968	4,310	4,807	
管理费用	1,342	1,523	1,686	1,813	1,972	
研发费用	217	280	317	354	394	
财务费用	-5	-110	-91	-122	-156	
减值损失合计	-87	-108	-1	1	0	
投资净收益	3	-1	-2	-2	-2	
其他	97	44	52	60	66	
营业利润	2,721	3,084	3,353	3,938	4,460	
营业外收支	-5	-4	-3	-4	-4	
利润总额	2,717	3,081	3,350	3,934	4,456	
所得税	513	497	516	603	693	
净利润	2,204	2,583	2,833	3,331	3,763	
少数股东损益	777	914	893	1,043	1,199	
归属母公司净利润	1,427	1,669	1,941	2,287	2,564	
EBITDA	3,653	4,005	3,498	4,057	4,555	
EPS(当年)(元)	1.04	1.22	1.41	1.67	1.87	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金	3,094	1,869	2,583	3,234	3,506	
净利润	2,204	2,583	2,833	3,331	3,763	
折旧摊销	949	966	285	300	315	
财务费用	-12	-124	93	99	105	
投资损失	-3	1	2	2	2	
营运资金变动	-128	-1,651	-642	-507	-691	
其它	84	93	12	9	12	
投资活动现金流	-211	-76	-236	-132	-135	
资本支出	-329	-323	-246	-130	-132	
长期投资	1	2	2	0	0	
其他	117	245	8	-2	-2	
筹资活动现金流	-1,310	-1,430	-386	-449	-505	
吸收投资	70	86	0	0	0	
借款	-56	43	107	100	100	
支付利息或股	-796	-874	-493	-549	-605	
现金净增加额	1,735	395	1,962	2,653	2,866	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。