

同仁堂 (600085)

增持 (维持)

业绩增长平稳，长期看点依旧

市场数据

报告日期	2014-10-31
收盘价(元)	18.72
总股本(百万股)	1311.14
流通股本(百万股)	1311.14
总市值(百万元)	24544.60
流通市值(百万元)	24544.60
净资产(百万元)	5341.73
总资产(百万元)	12791.82
每股净资产	4.07

相关报告

《行业减速中保持平稳增长，后续有望提速》2014-08-30
《Q2 增长温和加速，工商业发展平稳》2014-08-26
《多因素导业绩增长平稳，后续有望好转》2014-05-04

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8715	10057	11806	13902
同比增长(%)	15.9%	15.4%	17.4%	17.8%
净利润(百万元)	656	769	927	1116
同比增长(%)	15.1%	17.2%	20.6%	20.4%
毛利率(%)	42.9%	43.3%	43.9%	44.4%
净利率(%)	7.5%	7.6%	7.9%	8.0%
净资产收益率(%)	13.1%	13.9%	14.4%	14.7%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.71	0.85
每股经营现金流(元)	0.52	0.36	0.61	0.80

投资要点

事件：

近日，同仁堂公布了 2014 年三季报，报告期内，公司实现销售收入 72.42 亿元，同比增长 8.49%，归属上市公司股东净利润 5.79 亿元，同比增长 14.19%（扣非后同比增长 15.11%），EPS0.44 元。

点评：

公司业绩与此前的预期基本相符（净利润同比增长 15-20%）

- **OTC 不利环境下保持平稳增长，产品结构继续调整：**报告期内公司总体收入实现了 8.49% 的平稳增长，其中母公司收入增长为 0.20%（第三季度单季有所下滑）。我们认为，公司三季报出现收入端增长平缓的态势主要还与 OTC 行业整体增速放缓有关，随着基药制度的推广，基层卫生机构等第三终端业务量持续增加，由于其较为广泛的下沉式布局和医保对基药产品的支持，OTC 市场受到的一定成都分流；再加之一些区域由于 GSP 认证影响部分商业企业的采购，导致 OTC 行业整体景气度不佳（从华润三九、汉森制药、汤臣倍健等 OTC 渠道为主的上市公司三季报不难看出行业的这一趋势）。我们预计母公司和上市子公司同仁堂科技（排除同仁堂科技并表的同仁堂国药部分）均保持了较为平缓的增长，其中部分大品种继续巩固市场占有率，估计平均增幅 5% 左右；部分二三线品种继续保持良好的成长速度，能够保持平均 10% 左右的增幅。目前公司也正在积极通过梳理品类、调整品种结构，并据此实施有针对性的品种策划，提高宣传效率、拉动品种销售上量。考虑到公司拥有丰富独家品种资源，其中也

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- 不乏安宫牛黄丸这样具有自主定价能力和一定收入体量的品种，我们认为如果未来能够发挥此类品种的定价能力，继续调整产品结构，公司仍将可以保持平稳较快的发展。
- 同仁堂国药运行情况突出，同仁堂商业政策压力下保持平稳增长：在各个子公司方面，通过港股报表我们可以发现，当期同仁堂国药实现销售收入 5.37 亿港元，同比增长 28.5%，实现净利润 2.07 亿港元，同比增长 47%，我们预计同仁堂国药当期的主打品种灵芝孢子粉产品和安宫牛黄丸依然保持了较好的增长，而其在境外的商业业务拓展也较为顺利（目前全球零售网络增至 52 家）。另一子公司同仁堂商业估计当期则实现了较为平稳的增长（我们预计其收入增长略超 10%，净利润增速在 5% 以内），这主要还是由于受到政策影响商务馈赠减少，贵细药材业务造成了一定冲击（我们估计由于单位价值较高，贵细药材业务约占同仁堂商业子公司的收入的近 50%，而退与利润的贡献则超过一半）。但在这种情况下，商业业务依然通过充分运用品牌、品种优势，合理调配人力、物力资源来提升经营效率，结合社区讲堂、主题活动等多种营销方式，拉动商业门店的销售，确保了零售平台的收入增长仍属不易。
- 财务指标保持稳健，母公司费用控制力度较大：报告期内，公司依然保持了良好的财务指标，在费用方面，当期公司发生销售费用 13.30 亿元，同比增长 0.99%，对应费用率为 18.37%，同比下降约 1.4 个百分点；发生管理费用 6.00 亿元，同比增长 9.59%，管理费用率保持平稳，两项费用率总体保持了稳中略降的态势，其中母公司三季度单季销售费用从 1.26 亿元下降至 4366 万元，费用控制力度较大。期末公司应收账款为 7.21 亿元，同比环比均有较大幅度增长，但占销售收入依然不大。在现金流方面，当期公司经营性净现金流为 5.57 亿元，与净利润匹配较好，依然显示了较好的盈利质量。
- 盈利预测：我们认为前三季度公司在 OTC 行业增速减缓、高端消费政策压力加大等不利因素下实现平稳增长基本符合预期，显示了公司强大的品牌号召力和逐步改善的市场营销能力，从中长期来看，公司品牌优势明显，产品储备丰富，在国企改革的大背景下，其在营销体系和企业管理方面也有望持续改善，作为国内不可多得品牌传统中药企业，在医改深化的大背景下，有望长期保持平稳且快于 OTC 行业的增速，我们维持对公司 2014-2016 年 EPS0.59、0.71、0.85 元的盈利预测，对应估值为 32、27、22 倍，维持对公司的增持评级。
- 风险提示：医药行业政策变化、大品种培育和营销管理改善慢于预期。

表 1、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	2039	2939	2250	2054	-8.7%	7517	8715	15.9%
营业成本	1219	1645	1221	1209	-1.0%	4218	4979	18.0%
毛利	820	1294	1028	845	-17.8%	3299	3736	13.2%
销售费用	262	615	348	368	5.7%	1405	1580	12.5%
管理费用	231	233	199	167	-16.1%	679	780	14.9%
财务费用	14	-6	-0	-3	902.5%	9	27	211.3%
资产减值	8	-0	9	-2	-125.5%	90	3	-96.4%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	0	1	1	1	-23.6%	8	4	-49.9%
营业利润	287	420	453	299	-34.0%	1049	1264	20.4%
利润总额	294	424	454	301	-33.7%	1076	1296	20.4%
净利润	149	211	215	153	-28.7%	570	656	15.1%
EPS	0.113	0.161	0.164	0.117	-28.7%	0.438	0.500	14.3%
销售费用率	12.9%	20.9%	15.5%	17.9%	2.4%	18.7%	18.1%	-0.6%
管理费用率	11.3%	7.9%	8.9%	8.1%	-0.7%	9.0%	9.0%	-0.1%
财务费用率	0.7%	-0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.2%
所得税率	17.5%	16.6%	18.8%	17.5%	-1.3%	18.4%	17.7%	-0.7%
毛利率	40.2%	44.0%	45.7%	41.1%	-4.6%	43.9%	42.9%	-1.0%
净利润率	7.3%	7.2%	9.6%	7.5%	-2.1%	7.6%	7.5%	-0.1%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	9997	10829	13266	15051
货币资金	4938	5821	6349	7117
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	471	169	597	563
其他应收款	59	90	88	107
存货	4180	4502	5235	6108
非流动资产	1915	2056	2211	2380
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1133	1369	1569	1758
在建工程	264	208	179	164
油气资产	0	0	0	0
无形资产	293	285	277	269
资产总计	11912	12886	15476	17431
流动负债	2985	3349	4448	4582
短期借款	261	1200	1200	1200
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1623	855	1838	1941
其他	1101	1295	1411	1441
非流动负债	1090	1195	1195	1195
长期借款	39	169	169	169
其他	1051	1026	1026	1026
负债合计	4074	4545	5644	5778
股本	1311	1311	1311	1311
资本公积	1085	1085	1085	1085
未分配利润	2240	2695	3558	4598
少数股东权益	2819	3289	3858	4552
股东权益合计	7837	8814	10310	12120
负债及权益合计	11912	13359	15954	17898

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	656	769	927	1116
折旧和摊销	143	9	9	9
资产减值准备	-33	-29	108	12
无形资产摊销	41	9	9	9
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	64	84	109
投资损失	-4	-5	-5	-5
少数股东损益	411	470	569	694
营运资金的变动	548	820	904	879
经营活动产生现金流量	612	466	798	1053
投资活动产生现金流量	-300	-196	-186	-176
融资活动产生现金流量	306	612	1116	1091
现金净变动	619	883	1728	1968
现金的期初余额	3641	4938	5821	6349
现金的期末余额	4259	5821	7549	8317

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8715	10057	11806	13902
营业成本	4979	5698	6626	7730
营业税金及附加	86	100	117	138
销售费用	1580	1810	2125	2502
管理费用	780	905	1063	1251
财务费用	27	64	84	109
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5
营业利润	1264	1481	1794	2174
营业外收入	35	35	35	35
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	1296	1513	1826	2206
所得税	229	274	330	396
净利润	1067	1239	1496	1810
少数股东损益	411	470	569	694
归属母公司净利润	656	769	927	1116
EPS (元)	0.50	0.59	0.71	0.85

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性 (%)				
营业收入增长率	15.9%	15.4%	17.4%	17.8%
营业利润增长率	20.4%	17.2%	21.1%	21.2%
净利润增长率	15.1%	17.2%	20.6%	20.4%
盈利能力 (%)				
毛利率	42.9%	43.3%	43.9%	44.4%
净利率	7.5%	7.6%	7.9%	8.0%
ROE	13.1%	13.9%	14.4%	14.7%

偿债能力 (%)

资产负债率	34.2%	34.0%	35.4%	32.3%
流动比率	3.35	3.23	2.98	3.28
速动比率	1.93	1.87	1.79	1.94

营运能力 (次)

资产周转率	0.81	0.81	0.83	0.84
应收帐款周转率	17.84	26.46	25.96	20.20

每股资料 (元)

每股收益	0.50	0.59	0.71	0.85
每股经营现金	0.52	0.36	0.61	0.80
每股净资产	3.83	4.21	4.92	5.77

估值比率 (倍)

PE	37.41	31.91	26.47	21.99
PB	4.89	4.44	3.80	3.24

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033）					传真：010-66290200
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）					传真：0755-23826017
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

【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。

【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注册为证券分析师，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。

【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。客户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 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。