

同仁堂 (600085)

增持 (维持)

业绩符合预期，稳健增长的中药龙头

2017年10月31日

市场数据

报告日期	2017-10-31
收盘价(元)	34.38
总股本(百万股)	1371.47
流通股本(百万股)	1371.47
总市值(百万元)	47151.15
流通市值(百万元)	47151.15
净资产(百万元)	8234.49
总资产(百万元)	18508.87
每股净资产	6.00

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12091	13376	14909	16792
同比增长(%)	11.0%	10.6%	11.5%	12.6%
净利润(百万元)	933	1006	1095	1212
同比增长(%)	6.6%	7.8%	8.8%	10.7%
毛利率(%)	46.0%	45.9%	45.8%	45.6%
净利率(%)	7.7%	7.5%	7.3%	7.2%
净资产收益率(%)	12.0%	11.7%	11.3%	11.1%
每股收益(元)	0.68	0.73	0.80	0.88
每股经营现金流(元)	0.76	0.83	1.04	0.98

相关报告

《业绩平稳增长，产能压制因素将逐步消除》2017-08-30

《兴证医药：同仁堂（600085）2016 年年报点评-业绩短期承压，未来发展依旧看好》2017-03-29

《同仁堂（600085）2016 年三季报点评：母公司持续恢复，品种结构继续优化》2016-10-31

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理：

黄翰漾

huanghanyang@xyzq.com.cn

投资要点

- 近日，同仁堂公布了2017年三季报业绩，报告期内公司实现销售收入97.83亿元，同比增长9.97%；归属于上市公司股东的净利润8.19亿元，同比增长8.07%，扣非净利润8.11亿元，同比增长8.30%；EPS为0.60元。
- **盈利预测：**我们认为公司品牌优势明显，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，作为国内不可多得的老字号品牌中药企业，在医改深化的大背景下，公司未来也有望成为中长期的受益品种。由于基地建设费用将在下半年转固后开始资本化，我们预计会对公司的利润增速造成一定的侵蚀，因此未来几年公司业绩将保持平稳增长，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.73、0.80、0.88元，对应估值分别为47、43、39倍，维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示：**工业增速低于预期；国企改革慢于预期。

报告正文

事件

- 近日，同仁堂公布了 2017 年三季报业绩，报告期内公司实现销售收入 97.83 亿元，同比增长 9.97%；归属于上市公司股东的净利润 8.19 亿元，同比增长 8.07%，扣非净利润 8.11 亿元，同比增长 8.30%；EPS 为 0.60 元。

点评

- 公司三季报业绩符合我们此前的预期（利润同比增长 5%-10%）。
- **业绩符合预期，保持稳健增长：**报告期内，公司实现收入和净利润增速分别为 9.97%和 8.07%，基本延续中期的增速水平。分季度来看，2017Q3 的收入和净利润增速分别为 10.85%和 12.65%，相较于上半年增速有所回升。分业务来看，我们估计工业板块整体保持了较为稳健的增长。具体从公司三大工业平台来看，核心的母公司平台实现收入 20.55 亿元，同比增长 7.36%，净利润 5.21 亿元，同比增长 7.34%，基本与上半年增速水平持平，预计后续随着大兴和安国两大基地的逐步完工和投入生产，公司的产能瓶颈将得以解除，带动业绩继续释放。另外两个工业平台同仁堂科技和同仁堂国药业绩出现分化，但均较上半年业绩有所上升，其中同仁堂科技收入同比增长约 5.1%，净利润同比增长约 1.9%；同仁堂国药收入同比增长约 15.7%，净利润同比增长约 14.5%。商业板块方面，我们估计其收入端保持稳健增长，延续上半年的发展趋势。
- **品种结构持续优化，主力品种保持较快增长：**公司坚持完善大品种策略，在原有的主力品种（同仁牛黄清心丸等为代表）和发展品种（坤宝丸、调经促孕丸等为代表）两大品类的基础上，划定出包括左归丸、苏合香丸在内的 140 多个品种作为潜力品种群，形成了主力、发展、潜力各具特点的三大品种群。具体从品种看，我们估计公司销售前五名的品种（安宫牛黄系列、六味地黄系列、阿胶系列、同仁牛黄清心系列及同仁大活络系列）合计收入保持 5%-10%的增速水平。总体来看，公司在品种结构的逐步优化调整下，高毛利大品种的占比逐步提高，使得公司毛利率保持在较高水平，盈利能力持续提升。此外，在安宫牛黄丸等主力品种继续保持增长的同时，同仁牛黄清心丸水蜜丸与同仁大活络丸水蜜丸两个新品在上半年投放市场，预计随着产品放量未来将进一步加强公司主力品种的市场地位。
- **工厂搬迁已近尾声，产能压制因素将消除：**公司位于前处理生产基地的口服液车间以及新建大兴生产基地均已通过 GMP 认证，开始小规模试产，后续品种转移工作已在加紧进行当中。位于安国的中药材加工基地正加速推进粉碎车间的改造工程，尽快与北京地区的生产基地实现工序对接，同时安国仓储物流项目完成辅助设施的收尾工作，稳步推进开展正式运行前的各项筹备工作。由于还需一段时间的调试期，我们预计大兴基地有望于今年年底开始

步入正轨，产能压制因素的消除有望促使公司未来几年收入端逐步恢复至稳健较快的增长轨道。而由于基地建设费用将在下半年转固后开始资本化，我们预计会对公司的利润增速造成一定的侵蚀，因此未来几年公司业绩将整体保持平稳增长。

- **财务指标基本健康：**报告期内，公司依然保持了较为合理的财务指标。在费用方面，当期公司发生销售费用 19.59 亿元，同比增长 7.74%，对应费用率为 20.03%，同比下降 0.41 个百分点；发生管理费用 8.87 亿元，同比增长 15.02%，对应管理费用率为 9.07%，同比提升 0.40 个百分点，总体两项费用率保持相对稳定的态势。期末公司应收账款为 15.35 亿元，同比增长 65.84%，主要源于应收经销商款项增加所致。在现金流方面，当期公司实现经营性净现金流 10.85 亿元，同比增长 20.96%，显著高于净利润，盈利质量依然维持较高水平。
- **盈利预测：**我们认为公司品牌优势明显，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，作为国内不可多得的老字号品牌中药企业，在医改深化的大背景下，公司未来也有望成为中长期的受益品种。由于基地建设费用将在下半年转固后开始资本化，我们预计会对公司的利润增速造成一定的侵蚀，因此未来几年公司业绩将保持平稳增长，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73、0.80、0.88 元，对应估值分别为 47、43、39 倍，维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示：**工业增速低于预期；国企改革慢于预期。

表、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	16-4Q	17-1Q	17-2Q	17-3Q	QOQ	2015	2016	YOY
营业收入	3194	3668	3332	2784	-16.4%	10897	12091	11.0%
营业成本	1884	1980	1642	1503	-8.4%	5895	6532	10.8%
毛利	1310	1688	1690	1281	-24.2%	5002	5559	11.1%
销售费用	604	732	697	530	-23.9%	2156	2423	12.4%
管理费用	290	312	299	276	-7.5%	943	1061	12.6%
财务费用	-8	3	-2	-1	-25.1%	-17	-19	12.3%
资产减值	55	-1	23	-0	-101.0%	44	81	82.9%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	4	2	2	0	-88.2%	1	3	217.1%
营业利润	327	602	639	449	-29.7%	1764	1887	6.9%
利润总额	341	610	641	456	-28.9%	1779	1917	7.7%
净利润	175	294	306	220	-28.2%	875	933	6.6%
EPS	0.128	0.214	0.223	0.160	-28.2%	0.638	0.680	6.6%
销售费用率	18.9%	20.0%	20.9%	19.0%	-1.9%	19.8%	20.0%	0.3%
管理费用率	9.1%	8.5%	9.0%	9.9%	1.0%	8.7%	8.8%	0.1%
财务费用率	-0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	0.0%
所得税率	19.2%	17.9%	18.6%	19.0%	0.4%	17.6%	18.5%	0.9%
毛利率	41.0%	46.0%	50.7%	46.0%	-4.7%	45.9%	46.0%	0.1%
净利润率	5.5%	8.0%	9.2%	7.9%	-1.3%	8.0%	7.7%	-0.3%

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	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13453	14625	17034	19499
货币资金	5859	6619	7963	9221
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	926	989	1142	1272
其他应收款	118	116	117	138
存货	5328	6024	6737	7549
非流动资产	3607	3662	3716	3779
可供出售金融资产	22	22	22	22
长期股权投资	25	27	27	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1533	2500	2818	2941
在建工程	1332	406	128	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	346	331	316	301
资产总计	17060	18287	20750	23278
流动负债	3921	4769	5231	6192
短期借款	381	936	977	1545
应付票据	41	21	31	39
应付账款	2181	2549	2948	3263
其他	1318	1264	1275	1344
非流动负债	1060	918	944	883
长期借款	127	169	169	169
其他	933	749	775	714
负债合计	4982	5688	6175	7074
股本	1371	1372	1372	1372
资本公积	2006	2006	2006	2006
未分配利润	3776	4570	5596	6733
少数股东权益	4285	4985	5785	6685
股东权益合计	12078	13579	15473	17585
负债及权益合计	17060	19266	21649	24660

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	933	1006	1095	1212
折旧和摊销	219	103	98	106
资产减值准备	39	18	30	29
无形资产摊销	68	13	13	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-19	12	13	15
投资损失	-3	-3	-3	-3
少数股东损益	629	700	800	900
营运资金的变动	431	546	679	863
经营活动产生现金流量	1329	1141	1421	1350
投资活动产生现金流量	-682	-36	-36	-34
融资活动产生现金流量	658	-345	267	286
现金净变动	1305	760	1653	1602
现金的期初余额	4748	5859	6619	7963
现金的期末余额	6053	6619	8272	9565

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12091	13376	14909	16792
营业成本	6532	7243	8088	9130
营业税金及附加	129	139	156	177
销售费用	2423	2675	2982	3367
管理费用	1061	1204	1345	1521
财务费用	-19	-12	-14	-8
资产减值损失	81	50	40	30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3
营业利润	1887	2056	2288	2555
营业外收入	35	27	27	30
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	1917	2079	2311	2580
所得税	355	373	416	468
净利润	1562	1706	1895	2112
少数股东损益	629	700	800	900
归属母公司净利润	933	1006	1095	1212
EPS (元)	0.68	0.73	0.80	0.88

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性 (%)				
营业收入增长率	11.0%	10.6%	11.5%	12.6%
营业利润增长率	6.9%	9.0%	11.3%	11.6%
净利润增长率	6.6%	7.8%	8.8%	10.7%
盈利能力 (%)				
毛利率	46.0%	45.9%	45.8%	45.6%
净利率	7.7%	7.5%	7.3%	7.2%
ROE	12.0%	11.7%	11.3%	11.1%

偿债能力 (%)

资产负债率	29.2%	29.5%	28.5%	28.7%
流动比率	3.43	3.07	3.26	3.15
速动比率	2.05	1.78	1.95	1.91

营运能力 (次)

资产周转率	0.77	0.76	0.76	0.76
应收帐款周转率	12.11	12.52	12.55	12.48

每股资料 (元)

每股收益	0.68	0.73	0.80	0.88
每股经营现金	0.76	0.83	1.04	0.98
每股净资产	5.68	6.27	7.06	7.95

估值比率 (倍)

PE	50.53	46.87	43.07	38.91
PB	6.05	5.49	4.87	4.33

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
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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					

国际机构销售经理					
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	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启浚 Evan	(852) 67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852) 53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852) 68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxintg@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【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。