

同仁堂

600085

审慎增持 (维持)

上半年受疫情影响，二季度有所改善

2020 年 08 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2020-08-28
收盘价(元)	30.40
总股本(百万股)	1371.47
流通股本(百万股)	1371.47
总市值(百万元)	41692.70
流通市值(百万元)	41692.70
净资产(百万元)	9380.02
总资产(百万元)	21937.75
每股净资产	6.84

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13277	12393	14464	16124
同比增长(%)	-6.6%	-6.7%	16.7%	11.5%
净利润(百万元)	985	964	1138	1326
同比增长(%)	-13.1%	-2.2%	18.1%	16.6%
毛利率(%)	46.8%	46.2%	46.0%	46.2%
净利率(%)	7.4%	7.8%	7.9%	8.2%
净资产收益率(%)	10.7%	9.6%	10.2%	10.6%
每股收益(元)	0.72	0.70	0.83	0.97
每股经营现金流(元)	1.86	1.16	0.64	0.92

相关报告

《同仁堂(600085): Q1 疫情影响业绩, 商业板块受影响较大》
2020-05-02

《公司业绩短期承压, 预计年内拐点将现》2020-04-08

《母公司保持稳定增长, 同仁堂科技仍对业绩造成拖累》
2019-08-27

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- 近日, 北京同仁堂股份有限公司发布了 2020 年中报。报告期内, 公司实现营业收入 60.04 亿元, 同比增长-16.11%; 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比增长-27.28%; 实现扣非归母净利润 4.76 亿元, 同比增长-27.36%; 实现经营现金流净额 11.81 亿元, 同比增长 10.45%。
- **盈利预测:** 我们认为公司作为国内老字号品牌优势明显, 产品储备丰富, 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。目前公司业绩短期承压, 我们预计今年子公司同仁堂科技业绩预计见底且产能逐步释放加上集团经营层面持续改善, 预计公司后续发展有望出现新变化, 但是 2020 年由于受到疫情影响以及同仁堂国药仍有可能继续受到地区事件影响, 我们调整盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.70、0.83、0.97 元, 2020 年 8 月 28 日股价对应估值分别为 43.25、36.63、31.43 倍, 维持对公司的“审慎增持”评级。

风险提示: 核心品种销量低于预期; 产能恢复不及预期; 地区事件影响; 公共卫生事件影响

报告正文

事件

- 近日，北京同仁堂股份有限公司发布了 2020 年中报。报告期内，公司实现营业收入 60.04 亿元，同比增长-16.11%；实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长-27.28%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比增长-27.36%；实现经营现金流净额 11.81 亿元，同比增长 10.45%。

点评

- **业绩受疫情影响下滑：**报告期内，公司实现收入、归母净利润和扣非归母净利润增速分别为-16.11%、-27.28%和-27.36%，业绩整体有所下滑。主要源于公司上半年受到疫情影响，公司产品多为心脑血管、慢病及补养类产品，在疫情期间受到医院停诊、线下门店客流减少以及顾客购买意愿下滑，因此销售收入下滑。但二季度已经开始逐步恢复，二季度公司实现收入、归母净利润和扣非归母净利润增速分别为-8.38%、-22.50%和-24.08%，相对一季度下滑显著收窄。上半年几大平台都不同程度受到疫情影响：

1) 核心的母公司平台实现收入 15.03 亿元，同比下滑 16.8%，净利润 4.49 亿元，同比下降 13.76%。其中，母公司主力品种安宫牛黄丸我们预计得益于提价，销售额依旧保持增长，但由于疫情影响预计销售量有所下滑。

2) 同仁堂科技（持股 46.85%）上半年实现收入 22.4 亿元，同比下降 9.45%，净利润 4.06 亿元，同比下降 31.01%，上半年有一定下滑。原因主要是受新冠疫情爆发的影响，医药商业零售药店营业时间缩短、客流量减少，而同仁堂科技中成药产品大部分在零售药店销售，由此导致其产品销量下降，对报告期内的业绩造成一定影响。

3) 同仁堂国药（同仁堂股份持股 33.62%，同仁堂科技持股 38.05%）报告期间实现营业收入 5.15 亿元，同比下滑 27.56%，净利润 2.14 亿元，同比下滑 33.12%，主要由于香港疫情反复影响了同仁堂国药的销售。

4) 商业板块方面，商业平台子公司同仁堂商业（持股 51.98%）报告期间实现营业收入 33.80 亿元，同比下滑 14.41%，净利润 0.88 亿元，同比下滑 47.24%，上半年业绩下滑较大，主要由于受新冠疫情爆发影响，各零售药店客流量锐减，同仁堂商业经营业绩受到影响。

- **财务指标基本健康：**费用方面，报告期内，销售费用 12.88 亿元，同比下降 10.09%，销售费用率 21.46%，同比增加 1.44 个百分点，主要由于本期推进降本增效严控费用支出及受新冠疫情影响销售推广活动减少所致；管理费用 6.00 亿元，同比下降 11.02%，管理费用率 10%，同比减少 0.57 个百分点；财务费用-0.21 亿元，同比变化 0.07 亿元，主要由于本期推进降本增效严控费

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

用支出及因新冠疫情而减免社会保险费所致；研发费用 0.43 亿元，同比下降 2.62%，研发费用率 72%，同比增加 0.10 个百分点，主要系受新冠疫情影响，各项研发活动进度放缓所致。公司经营现金流量净额 11.81 亿元，同比增长 10.45%。

- **盈利预测：**我们认为公司作为国内老字号品牌优势明显，产品储备丰富，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。目前公司业绩短期承压，我们预计今年子公司同仁堂科技业绩预计见底且产能逐步释放加上集团经营层面持续改善，预计公司后续发展有望出现新变化，但是 2020 年由于受到疫情影响以及同仁堂国药仍有可能继续受到地区事件影响，我们调整盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.70、0.83、0.97 元，2020 年 8 月 28 日股价对应估值分别为 43.25、36.63、31.43 倍，维持对公司的“审慎增持”评级。
- **风险提示：**核心品种销量低于预期；产能恢复不及预期；地区事件影响；公共卫生事件影响

表、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	19-3Q	19-4Q	20-1Q	20-2Q	QOQ	2018	2019	YOY
营业收入	2802	3318	3030	2974	-1.9%	14209	13277	-6.6%
营业成本	1456	1989	1510	1583	4.8%	7567	7068	-6.6%
毛利	1346	1330	1520	1391	-8.5%	6642	6209	-6.5%
销售费用	627	562	717	572	-20.2%	2953	2622	-11.2%
管理费用	312	359	314	286	-8.8%	1245	1346	8.1%
财务费用	-10	8	-7	-13	82.0%	-22	-30	34%
资产减值	1	-119	0	-10		-127	-128	1.0%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	0	0	-0	0	-100.8%	1	1	-50.9%
营业利润	383	266	450	480	6.8%	2277	1968	-13.6%
利润总额	381	266	441	474	7.4%	2255	1967	-12.8%
净利润	189	135	239	241	1.0%	1134	985	-13.1%
EPS	0.138	0.099	0.174	0.176	1.0%	0.827	0.719	-13.1%
销售费用率	22.4%	16.9%	23.6%	19.2%	-4.4%	20.8%	19.8%	-1.0%
管理费用率	11.2%	10.8%	10.4%	9.6%	-0.7%	8.8%	10.1%	1.4%
财务费用率	-0.4%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
所得税率	18.7%	34.8%	18.8%	19.2%	0.4%	19.2%	20.6%	1.4%
毛利率	48.0%	40.1%	50.2%	46.8%	-3.4%	46.7%	46.8%	0.0%
净利润率	6.8%	4.1%	7.9%	8.1%	0.2%	8.0%	7.4%	-0.6%

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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16113	16865	19376	21739
货币资金	7557	8914	9915	11182
交易性金融资产	35	0	0	0
应收账款	1209	1068	1242	1387
其他应收款	143	133	157	174
存货	5952	5474	6460	7195
非流动资产	4809	4832	4870	4916
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	17	20	18	18
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3858	3928	3977	4020
在建工程	51	21	12	10
油气资产	0	0	0	0
无形资产	434	405	377	349
资产总计	20922	21697	24246	26656
流动负债	4894	5085	5580	6544
短期借款	205	936	977	1545
应付票据	50	28	33	45
应付账款	2531	2502	2875	3165
其他	2107	1619	1695	1790
非流动负债	1368	818	1043	1012
长期借款	414	169	169	169
其他	954	649	874	843
负债合计	6262	5903	6623	7557
股本	1371	1371	1371	1371
资本公积	2007	2007	2007	2007
未分配利润	4968	5745	6815	8062
少数股东权益	5425	6030	6665	7332
股东权益合计	14660	15793	17623	19099
负债及权益合计	20922	21697	24246	26656

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	985	964	1138	1326
折旧和摊销	328	103	98	106
资产减值准备	94	-40	63	46
无形资产摊销	105	26	26	26
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-30	-41	-51	-63
投资损失	-1	-2	-3	-4
少数股东损益	576	605	635	667
营运资金的变动	-661	-132	1080	750

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13277	12393	14464	16124
营业成本	7068	6672	7811	8670
营业税金及附加	133	135	154	169
销售费用	2622	2509	2936	3354
管理费用	1346	1270	1526	1645
财务费用	-30	-41	-51	-63
资产减值损失	-128	-131	-137	-144
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	2	3	4
营业利润	1968	1979	2228	2496
营业外收入	11	12	13	12
营业外支出	12	15	16	17
利润总额	1967	1976	2225	2492
所得税	405	407	452	498
净利润	1562	1569	1773	1993
少数股东损益	576	605	635	667
归属母公司净利润	985	964	1138	1326
EPS(元)	0.72	0.70	0.83	0.97

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-6.6%	-6.7%	16.7%	11.5%
营业利润增长率	-13.6%	0.6%	12.6%	12.1%
净利润增长率	-13.1%	-2.2%	18.1%	16.6%
盈利能力(%)				
毛利率	46.8%	46.2%	46.0%	46.2%
净利率	7.4%	7.8%	7.9%	8.2%
ROE	10.7%	9.6%	10.2%	10.6%

偿债能力(%)				
资产负债率	29.9%	27.2%	27.3%	28.3%
流动比率	3.29	3.32	3.47	3.32
速动比率	2.02	2.19	2.27	2.18
营运能力(次)				
资产周转率	0.64	0.58	0.63	0.63
应收帐款周转率	10.02	9.84	11.34	11.10
每股资料(元)				
每股收益	0.72	0.70	0.83	0.97

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	2558	1591	874	1266	每股经营现金	1.86	1.16	0.64	0.92
投资活动产生现金流量	-493	0	-33	-34	每股净资产	6.73	7.29	8.12	9.08
融资活动产生现金流量	-69	-234	476	331					
现金净变动	1996	1357	1317	1563	估值比率(倍)				
现金的期初余额	6858	7557	8914	9915	PE	42.31	43.25	36.63	31.43
现金的期末余额	8854	8914	10231	11478	PB	4.51	4.17	3.75	3.35

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。

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股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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。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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn