



分析师

孙伟娜

电话: 010-62294623

Email: sunweina@hysec.com

同仁堂 (600085)
增持(首次)

医药生物/深度研究

坤宝丸将成为下一个过亿品种

公司数据

总股本(万股)	52083
流通股(万股)	23310
每股净资产	5.37
主要股东	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司
主要股东持股比例	55.24%

交易数据

一年价格波动区间	10.79~29.87
半年绝对表现	2.01%
半年相对表现	1.64%
半年换手率	2.34%

市场表现



投资要点:

- **中成药种类众多。**同仁堂的主营业务是口服中成药,有 5 个生产基地,41 条生产线,生产中成药 26 个剂型,1000 多个品种,其中独家品种 40 多种。销售额过亿的产品有 7 种,包括六味地黄丸、乌鸡白凤丸、感冒清热颗粒、牛黄清心丸、牛黄解毒片、安宫牛黄丸、大活络丸。二线产品 200 多种。增长较快的是大活络丸和坤宝丸。
- **营销改革力求稳健安全。**第一轮营销改革未带来收入和利润的增长,只是清理了渠道库存,使销售质量提高。2007 年的第二轮营销改革兼顾产品和区域,已取得一定成效。公司仍将坚持现款现货制度和应收账款季末结零原则,没有走医院渠道的打算,短期内仍将在管理力度、执行力和销售秩序上多下功夫。
- **坤宝丸将继续快速增长。**坤宝丸治疗更年期症状,近两年增长率保持在 30%~40%。我国该病发生率达 60%~80%,并有年轻化趋势,40 岁以下占了 20%;我国绝经后妇女人数占全球绝经后妇女的 23%,是人数最多的国家;我国妇女只有 1%会采用激素治疗,而大部分人愿意使用中成药治疗。因此市场需求将不断增加。公司在 2007、2008 年对坤宝丸进行了精心的市场运作,形成了该产品的自有销售模式,产品宣传方面效果明显。
- **现金十分充裕,偿债能力强。**公司近 2 年收入和净利润保持 10%左右的平稳增长态势;2008 年前三季现金达 12 亿元,占总资产的 25%,短期借款、应付票据和一年到期的非流动负债连年为零,资产负债率仅为 20%。但盈利能力和营运能力一般。
- **预计 08 年 EPS 为 0.53 元,“增持”评级。**同仁堂已进入成熟期,经营稳健,增长平稳,经营风格较为保守,但其具有较大的品牌影响力,假设 2008~2010 年主营收入增长率分别为 8%、9.6%、11%,应付票据、长期借款和一年内到期的非流动负债仍为零,暂不考虑药品进入基本药物目录和同仁堂中医医院带来的增量,预测 2008~2010 年 EPS 为 0.53、0.55、0.61 元,给予“增持”评级。

主要经营指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2409	2703	2918	3198	3565
同比增长率	-7.55%	12.20%	7.96%	9.61%	11.46%
净利润	232	310	371	392	436
同比增长率	-42.47%	33.40%	19.90%	5.47%	11.30%
每股收益(元)	0.36	0.53	0.53	0.55	0.61
净资产收益率	6.5%	8.6%	9.9%	10.2%	10.9%

目录

1 公司概况及股权结构	4
2 公司经营分析	5
2.1 口服中成药：种类众多，5 个生产基地 1000 多个品种	5
2.2 药酒：“药准字”竞争小	6
2.3 药材种植：10 个种植基地	6
2.4 药品零售：暂时不开拓农村市场	7
2.5 医疗服务：看好对产品的拉动效应	7
2.6 营销：重在提高执行力，稳健安全是基调	8
3 重点产品坤宝丸分析	9
3.1 治疗更年期综合症中药更安全，市场份额不断提高	9
3.2 坤宝丸的市场运作效果明显	10
4 同仁堂财务状况分析	11
4.1 收入和利润平稳增长	11
4.2 偿债能力：现金充裕，偿债能力强	11
4.3 盈利能力平稳，营运能力一般	11
5 盈利预测与投资建议	13
5.1 盈利预测	13
5.2 DCF 估值	14
5.3 相对估值	15
5.4 投资建议	15
5.5 风险提示	15

图表目录

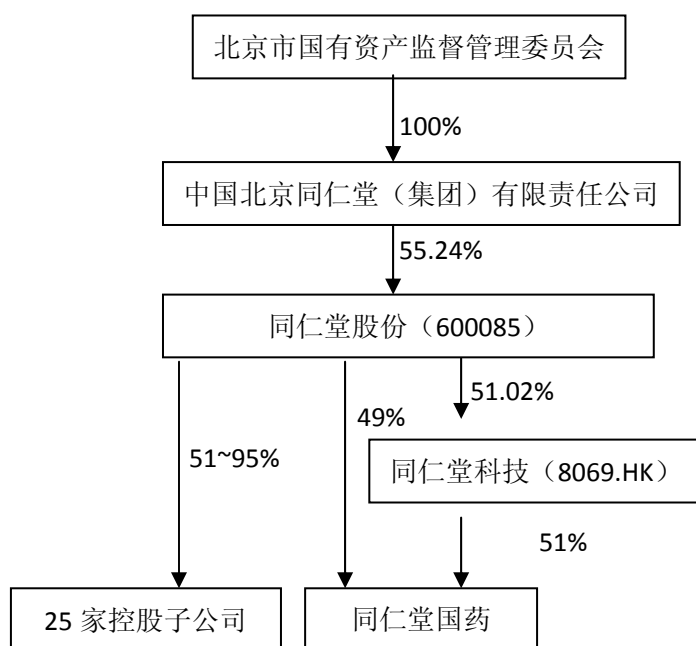
图 1：同仁堂股权结构图.....	4
图 2：更年期症状用药排名前四物药物的市场份额.....	10
图 3：治疗更年期症状的中成药市场份额.....	10
图 4：同仁堂主营收入、净利润及其增长率.....	11
图 5：同仁堂资产负债率变化.....	12
图 6：同仁堂毛利率变化.....	12
图 7：同仁堂平均净资产收益率变化.....	12
图 8：同仁堂应收账款周转率变化.....	12
图 9：同仁堂存货周转率变化.....	12
图 10：产品销售收入预测表.....	13
图 11：盈利预测表.....	13
图 12：参数假设及估值结果.....	14

1 公司概况及股权结构

同仁堂创建于清康熙八年(1669年)，其创始人乐显扬以“同仁”命名，表现了其“仁”的文化，制药宗旨是：“炮制虽繁必不敢省人工、品味虽贵必不敢减物力”。乐氏家族曾服务八位清朝皇帝，因此造就了对药品品质精益求精的严细精神，其产品以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而享誉海内外，也正因为这一点，才使得 300 多年来“同仁堂”的金字招牌长盛不衰，仍处处彰显着其仁心仁术的文化本质。

同仁堂的控股股东是中国北京同仁堂集团，被国务院国资委列为全国十家重大典型企业之一，是医药行业唯一一家、也是中华老字号唯一一家进入国家级重点典型的企业。公司参加了马德里协约国和巴黎公约国的注册，受到国际组织的保护，在世界 50 多个国家和地区办理了注册登记手续，并在台湾进行了第一个大陆商标的注册。同仁堂股份（600085）控股的同仁堂科技（8068.HK）于 2000 年 10 月在香港联交所上市，成为 A 股公司分拆上市第一股。2004 年，同仁堂投资 1.5 亿港元设立了境外生产基地——同仁堂国药有限公司，由同仁堂科技和同仁堂股份共同控股。另外同仁堂股份旗下还控股另外 25 家子公司，涵盖制药、种植、零售等。目前，同仁堂的产品已行销全球 40 多个国家和地区，已在海外拥有两家独资公司、11 家合资公司及 20 家药店。

图 1：同仁堂股权结构图



资料来源：公司数据

2 公司经营分析

2.1 口服中成药：种类众多，5 个生产基地 1000 多个品种

同仁堂以生产口服中成药为主，其种类之多是企业无法比拟的。公司已形成位于北京大兴、亦庄、刘家窑、通州、昌平五个生产基地组成的生产制剂群，拥有 41 条生产线，能够生产 26 个剂型、1000 余种产品，其中有 40 多种独家品种。目前销售额过亿的产品有 7 种，其中六味地黄丸销售额 3 亿元以上，市场占有率 15%；乌鸡白凤丸、感冒清热颗粒、牛黄清心丸、牛黄解毒片、安宫牛黄丸、大活络丸销售额都在 1 亿元以上。二线产品 200 多种，有坤宝丸、知柏地黄丸、人参归脾丸、牛黄降压片、西黄丸、加味逍遥丸、小儿清肺口服液、安神健脑液、贞芪益肾颗粒、气管炎丸、百合更年安、感冒软胶囊、冠心安口服液、愈风宁心滴丸、乳核内消液等。同仁堂国药主要生产灵芝孢子粉，2007 年投产后增长迅速，2008 年预计实现净利润 200 万元。可能进入基本药物目录的品种有：清暑益气丸、妇科得生丸、安宫牛黄丸、加味左金丸、活血解毒丸、加味保和丸。

增长较快的品种有大活络丸和坤宝丸。大活络丸用于舒筋活络、祛风除湿，2007 年销售额超过 1 亿元，同比增长了 25%。坤宝丸用于治疗更年期综合症，近两年的增长率都在 30%~40%之间，是同仁堂重点培育的过亿品种。

同仁堂有 10 个左右的产品正在申请批件、申报生产或临床试验的过程中，包括小儿清解颗粒、芪黄降糖颗粒、清脑宣窍滴丸等 10 余种产品，贞芪益肾颗粒已获得新药证书，人参灵芝酒和舒肝（浓缩）丸已获得生产批文，在研的新产品还有 10 余种，为未来的持续增长提供了较为安全的保障。同仁堂和同仁堂科技公司生产的产品比例大约为 3:2，两个公司的主要区别是同仁堂主要生产传统剂型如丸剂、散剂、膏剂等，而同仁堂科技主要生产一些现代剂型，如颗粒剂（冲剂）、水蜜丸剂、片剂和软胶囊等。

另外要提一点的是，同仁堂只做口服药而不做注射液、冻干粉针等现代剂型，不是因为同仁堂工艺创新不行，而是因为同仁堂恪守传统中药的制法，认为天然的药物应该用人体天然的脾胃来吸收并达到治疗疾病的目的。传统中医理论认为，脾胃乃后天之本，气血生化之源。无论是食物还是药物，只有通过人体的脾胃吸收运化，才能转化为血液，才是人体真正需要的东西。而像注射液、冻干粉针直接注入血液，不经过脾胃这道屏障，难免有悖人体这个本来就平衡的系统，也不符合中医药治病的机理。由于直接注入血液，则成分越单一越纯净越安全，会导致药效低而副作用大。另外，直接注入血液的药物，重成分而轻药性，已经不太属于严格意义

上的中药了。

2.2 药酒：“药准字”竞争小

除了中成药，同仁堂旗下还有一个同仁堂药酒厂，主要产品有国公酒、壮骨药酒、护骨酒、寒隆风湿酒、骨刺消痛液、十全大补酒等。目前市场上的保健酒品牌已达 1000 多个，竞争激烈，其中五粮液黄金酒、茅台不老酒、劲酒、椰岛鹿龟酒、张裕三鞭酒、致中等已占了近 70% 的市场份额，但上述这些都属于食品酒，而同仁堂药酒厂生产的酒都是“药准字”，主要在药店销售，在市场上竞争并不激烈。在这些药酒中，国公酒知名度最高，它含有当归、羌活、怀牛膝(去头)、防风等 32 味药，用于经络不和、风寒湿痹引起的手足麻木，半身不遂，口眼歪斜，腰腿酸痛等，与前面提到的同仁大活络丸的功效类似。风寒湿痹在临床上是常见病、多发病，特别是现代上班族缺乏运动、缺乏睡眠，肩酸背痛的发生率达到 67%，因此国公酒的市场前景较好。另外从大活络丸较快的增长率也可以看出该领域的市场需求还是比较旺盛的。

2.3 药材种植：10 个种植基地

我国从 1998 年开始启动《中药材生产质量管理规范(GAP)》的制定工作，2003 年 11 月 SFDA 开始正式受理企业 GAP 基地的认证检查申请。从此相对分散、无序和产品质量不稳定的小规模中药材种植业，开始发展为更加集中、规范 and 产品质量更加稳定的规模化中药农业。

同仁堂在全国有 10 个中草药种植基地，主要是与地方企业合作，开展中药材规范化种植基地的共同开发和管理，根据企业生产的需要，制定相应的采购计划，签订中药材种植采购合同。各基地先后建立了中药材规范化种植(GAP)管理体系和具体药材品种生产的标准操作规程(SOP)，并通过国家 GAP 认证，实现了中药材的科学种植和种植基地的规范管理。种植基地在进一步提高和稳定原料质量的同时，为同仁堂提供了可靠的原料保障体系。主要生产的药材有山茱萸、杭白芍、板蓝根、黄芪、甘草、人参、党参等，由于同仁堂药品种类太多，种植基地要达到自给自足还远远不够，还需要市场采购。与六味地黄丸直接相关的主要有 4 个基地，分别种植山茱萸、牡丹皮和茯苓等 3 个药材。

(1) 山茱萸基地：浙江中药材有限公司和南阳山茱萸有限公司

同仁堂的山茱萸生产基地包括浙江中药材有限公司和南阳山茱萸有限公司，这两个基地都是 2001 年 10 月成立，种植山茱萸和杭白芍，占地分别为 3700 亩和 25500 亩。浙江中药材有限公司在洪岭已建成山茱萸加工厂 2200 平方米，仓库 300 平方米

和基地技术指导站，能基本完成山茱萸生产全过程的质量检测、监控和田间试验等。基地种植采用“企业+农户+科研”的管理模式，同仁堂计划将该基地发展为 10000 亩。南阳山茱萸有限公司主要采用笼蒸-烘炕法加工，并建立了 6.23 亩的山茱萸初加工厂，全部的种植、加工、管理均符合国家 GAP 标准，从而使质量得到了有效的保证。

（2）牡丹皮基地：安徽中药材有限公司

安徽中药材有限公司是牡丹皮药材生产基地，2004 年 10 月成立，由同仁堂与亳州市京皖中药饮片厂合作投资，投资比例分别为 51% 和 49%。牡丹产地以铜陵市新桥镇为主，凤山丹皮是传统道地药材，当地栽培牡丹已有 500 多年的历史，种植面积在 1000 亩以上，种植经验丰富，被国家林业局、中国花卉协会命名为中国药用牡丹之乡。

（3）茯苓基地：湖北中药材有限公司

湖北中药材有限公司是茯苓药材生产基地，2001 年 10 月成立，包括产地加工厂、科研中心、菌种厂，厂房占地面积 600 平方米，建筑面积 3720 平方米。公司坐落在茯苓地道产区湖北英山县石头咀镇。茯苓药材 GAP 基地使传统产区茯苓药材栽培种源实现了纯化、优化，并从栽培环境、栽种方式、管理措施、病虫害防治、采收、加工、包装、储藏、运输等各生产环节都非常规范，由源头保障了茯苓药材质量的稳定、安全、有效、可控。

2.4 药品零售：暂时不开拓农村市场

同仁堂集团下的零售药店众多，但归属于上市公司控股的零售药店仅有 10 多家，其中北京崇文门药店和北京前门大栅栏药店都是医保定点零售药店，北京崇文门药店还是全国最大的零售药店。这两家药店一直是由病人凭医生开的医保外购单买药，目前北京市也正在讨论由凭单买药变为直接刷卡买药。由于新医改将会降低医院药价，可能会引起零售药店的客源分流，因此其他不是医保定点的零售药店也都在做医疗器械、保健品和健康服务的项目，力求门类齐全，留住客源。我们认为由于新医改的实施过程还较为漫长，短期来看影响不大。新医改方案对新农合的补助已提高到每人 120 元，带来了较多农村市场的机会，但是公司方面表示，由于同仁堂药品价格较高，暂时还没有大举进入农村开药店的打算。

2.5 医疗服务：看好对产品的拉动效应

同仁堂中医医院已于 2009 年 1 月份开业，同仁堂从中药领域延伸到医疗领域，

力求把中医顶级专家和名药集中在一个平台。来自首都和全国的 76 位名老中医在这里定期出诊，全国各地的地道中药材随时可以买到。目前医院正在申报医保，预计很快就能成为医保定点医院。虽然该医院属于同仁堂集团的下属单位，不属于上市公司，但是医院的开业对同仁堂产品的需求有一定的拉动作用。

2.6 营销：重在提高执行力，稳健安全是基调

由于同仁堂专注于制药，对销售终端的开发和管理始终处于弱势，大部分产品属于医保目录，利润较低。2005 年第四季度，公司开始了第一轮营销改革，其思路是以“产品”为主线，清理 10% 的非核心经销商，将 5 个区域分公司调整为 4 个产品分公司，实施现款现货的销售制度。但是当时正是医药行业的全面整顿年，实现现款现货制度失去了许多经销商，皖西制药的六味地黄丸和汇仁的乌鸡白凤丸又抢占了部分市场，导致销售下滑。但是公司坚持现款现货制度，清理了渠道库存，大量计提了坏账，使销售质量提高。

2007 年，公司转换思路，开始了第二轮营销改革，其思路是“兼顾产品和区域”，将原来的 4 个经营分公司整合为 1 个，品种分为主导品种、发展品种、潜力品种、培育品种和开发品种 5 类，重心转移至开发终端市场、在药店设立服务台、在试点地区向终端市场进行直销、增加短期市场推广人员等。2007 年上半年销售收入和利润都出现增长，但毛利率仍下滑，同仁堂科技（8069.HK）的业绩仍不乐观。2007 年下半年，公司组建了一只 20 人的市场化招聘的营销团队，主要针对于社区医院，年底有 116 个品种中标社区医院的药品销售目录。同时精简人员 11%，提升了管理效率。

2008 年公司依然坚持以现款现货的销售方式为主，严格执行应收账款季末结零原则。原材料涨价 20%，部分产品出厂价也相应提高、奥运期间，国家药监局颁布了《反兴奋剂条例》，含有兴奋剂成分的药品即使是 OTC 药品也需按照处方药实施管理，被贴上“运动员慎用”标签，安宫牛黄丸、牛黄清心丸和大活络丸等 40 多种药品都受到不利影响。

同仁堂的药品基本都是 OTC 药品，并且也并未有进入处方药领域的打算。因为处方药主要是在医院市场销售，而在医院销售和在 OTC 市场销售的营销模式有较大差异，进入医院销售必须有更高的毛利率支撑，譬如 70%~80% 之间，但六味地黄丸的毛利率仅为 50%；另外目前医院的医疗改革也在进行中，对企业的影响尚不明晰，所以暂时不打算进医院市场。那么走 OTC 市场的话，就对市场营销有较高的要求，对于公司下一步的营销政策，公司将仍采用稳健安全的营销模式，由于已经取得一定的成效，短期内仍将在管理力度和执行力上多下功夫，继续加强梳理销售秩

序，加强管理，并继续实行现款现货的制度。

3 重点产品坤宝丸分析

坤宝丸是治疗妇女更年期症状的中成药，近两年销售额都保持在 30%~40% 的高速增长中，2008 年预计实现销售收入 4000 万，是同仁堂重点培育的过亿的品种。

3.1 治疗更年期综合症中药更安全，市场份额不断提高

根据欧洲最新的调查数据显示：有 94% 的欧洲妇女患有一种或多种更年期症状，中国女性更年期症状的发生率也高达 60%~80%。绝经年龄左右的妇女发生率较高，也就是 49 岁左右，持续时间短则 1~2 年，长则 5~10 年，主要表现为潮热、失眠、急躁、头晕耳鸣、皮肤干燥、盗汗、抑郁等。我国绝经后妇女人数约 1 亿 2 千万，占全球绝经后妇女的 23%，是绝经妇女人数最多的国家。另有数据表明，由于现代社会生活压力、环境污染、不注意饮食作息等，我国女性更年期已提前 5 年，其中 40 岁以下的竟然占了 20%。在医院中治疗更年期症状的药物从妇产科向老年科、内分泌科等延伸，人们的观念也慢慢从出现症状开始治疗过渡为从 35 岁就开始预防治疗。因此，更年期综合症治疗的市场需求未来会呈大幅增加趋势。

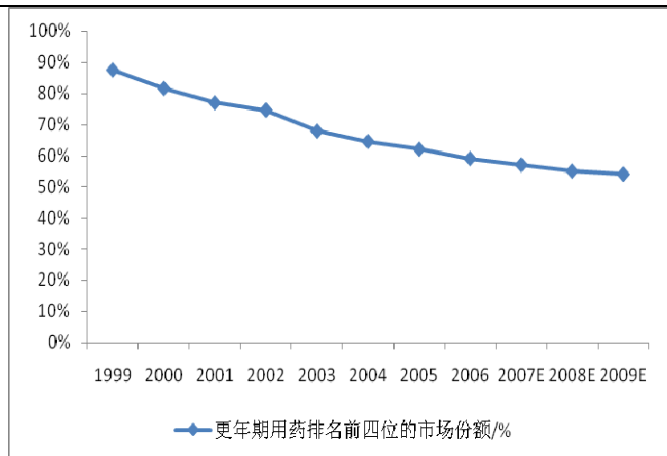
更年期症状在西方医学上的普遍解释是雌激素水平的降低引起的，因此多以口服或注射雌激素或孕激素来治疗，目前，利维爱、倍美力、补佳乐和雌二醇这 4 个药物就占了全球市场份额的 50% 以上。但是这些药物副作用较大，譬如服用利维爱导致子宫内膜增生的发生率约 25%，阴道出血和点滴样出血的发生率为 5~10%（数据来自 John M Swegle 的研究报告）。另外，长期使用激素类的药物也会引起骨质疏松和股骨头坏死。

在中医学上来看，更年期综合症是由阴阳失调、气血不足、肝肾亏虚造成的。在《黄帝内经·上古天真论篇》中就提到：“女子七岁肾气盛，齿更发长；……七七任脉虚，太冲脉衰少，天癸竭，地道不通，故形坏而无子也。丈夫八岁，肾气实，发长齿更；……七八肝气衰，筋不能动，天癸竭，精少，肾藏衰，形体皆极……。”也就是说，女子到了七七四十九岁时，男子到了七八五十六岁时，阴阳两虚、肝肾衰弱、绝经、无子。因此，更年期其实只是人自然的生长规律，无论男女都会经历，而要改善更年期的症状，唯有强肾养肝、补气养血。

由于中医学的解释更符合人体自然规律，再加上雌激素药物副作用的争议，中药的市场份额逐年增加，销售额排名前四的药物的市场份额逐年下降。有数据表明，美国有 40% 的更年期妇女采用雌激素替代疗法，而在中国只有 1%，原因就是因为我

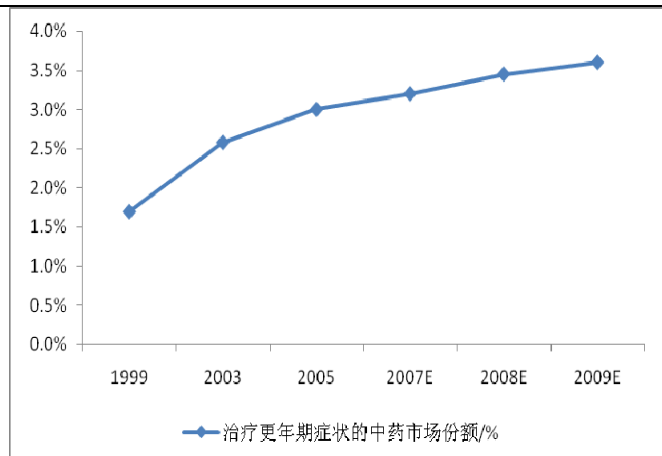
国有许多治疗更年期综合症的中成药，并且大部分人认为只有在症状非常严重的时候才可以使用激素治疗。

图 2：更年期症状用药排名前四物药物的市场份额



资料来源：中国医药企业网、宏源证券

图 3：治疗更年期症状的中成药市场份额



资料来源：中国医药企业网、宏源证券

治疗更年期综合症的中成药有很多，有复方益母养肾口服液、蛤杞白术胶囊、更辰胶囊、更年安胶囊、更年安片、更年乐片、更年灵胶囊、妇宁康片、更年宁心胶囊、更年舒片、黄丹胶囊、静心口服液、舒更胶囊、丝莢养血益肾颗粒、乌鸡地黄胶囊等等，生产厂家分散，没有形成一个主力品牌。同仁堂的坤宝丸由女贞子(酒炙)、墨旱莲、白芍、鸡血藤、地黄、珍珠母、黄芩、知母、菟丝子、龟甲、枸杞子、当归等 23 味药组成，滋阴养血、调和肝肾，可以在 2 至 3 个疗程之内充分改善由于肝肾不足造成的潮热盗汗、失眠多梦、心烦易怒、头晕耳鸣、口渴咽干等症状，长期服用还能够使得肌肤光洁润泽、精神清爽愉快、睡眠安稳平静、工作效率提高等，起到无病防病、养生保健的作用。

3.2 坤宝丸的市场运作效果明显

公司在 2007 年和 2008 年对坤宝丸进行了精心的市场运作，逐步形成了该产品的自有销售模式。在产品宣传方面效果明显，2008 年下半年，经过与全国妇联“心系工程”组委会的合作，公司决定利用全国妇联的平台在全国开展“心系妇女更年期”工程，通过赞助公益项目的形式（更年期妇女用药知识）达到对坤宝丸的宣传与推广。一期工作即在全国妇联大厦召开“心系女性”更年期健康教育座谈会，邀请北京各大医院妇科医师、同仁堂研究院专家、消费者代表及媒体记者等参与座谈。二期工作将组织专家与同仁堂坤宝丸项目组一起编写更年期知识指导手册 30 万册，包括 10% 比例的坤宝丸软广告，发放到全国各地更年期妇女手中。此项活动定会进一步普及更年期健康知识，促进坤宝丸的销售。

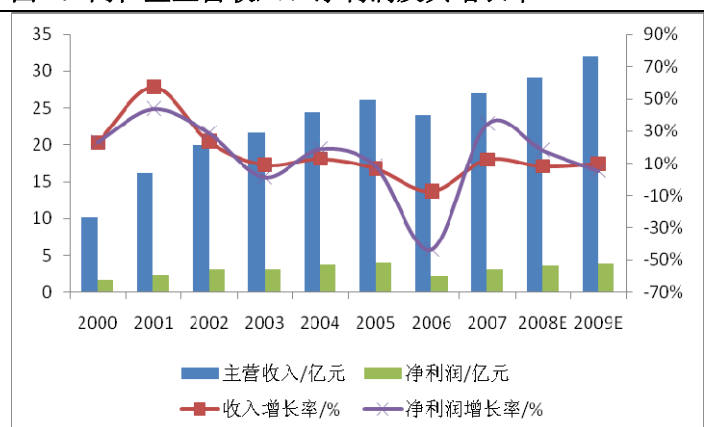
坤宝丸借助同仁堂的品牌效应和有效的宣传效果，预计 2009 年将继续保持 30% 的增长率，有望实现销售收入 5500 万元。

4 同仁堂财务状况分析

4.1 收入和利润平稳增长

由于受第一轮营销改革的影响，2006 年营业收入和净利润都受到较大的影响，2007 年以后又逐步走向正规，将保持 10% 左右的平稳增长态势。2008~2010 年同仁堂及部分子公司实行 15% 的所得税率，2008 年将贡献净利润 4000 万元。净利润率保持在 12% 左右。

图 4：同仁堂主营收入、净利润及其增长率



资料来源：Wind、宏源证券

4.2 偿债能力：现金充裕，偿债能力强

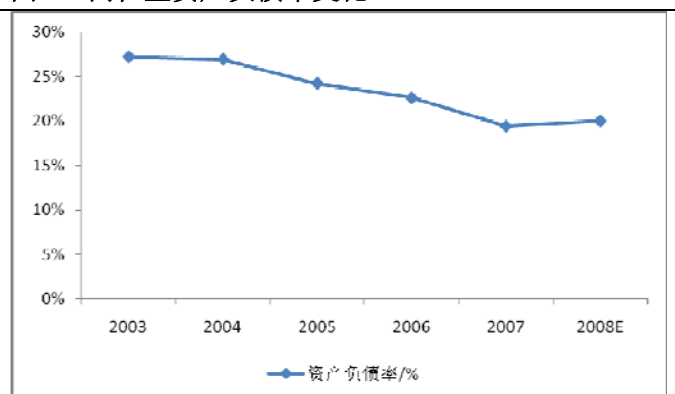
现金充裕，2008 年前三季度现金达 12 亿元，占总资产的 25%，经营性现金流达到 3.9 亿元，应付票据、长期借款和一年内到期的非流动负债连年为零，资产负债率仅为 20%，流动比率和速动比率分别高达 3.85 和 1.96。这是因为同仁堂坚持实行现款现货制度，严格执行应收账款季末结零原则，始终将控制风险放在非常重要的位置。

4.3 盈利能力平稳，营运能力一般

同仁堂的毛利率始终维持在 40%~50% 之间，这在中成药企业中不算高，譬如江中药业的毛利率在 60% 以上，天士力的复方丹参滴丸在 70% 左右。毛利率水平较低也是同仁堂的药品不进医院销售的原因之一。平均净资产收益率总体呈降低趋势，约在 8% 左右，这与医药商业的增长有关，也与同仁堂集团内部企业较多，部分企业与上市

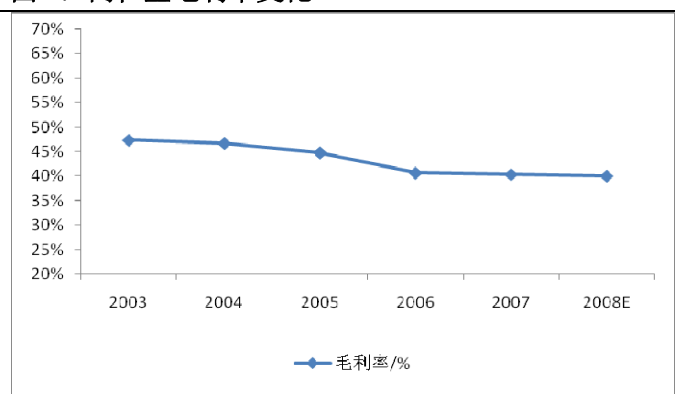
公司的业务有重叠，导致公司盈利能力被摊薄所致。譬如同仁堂约有 1/3 的主营业务在同仁堂科技，而同仁堂只占 51.02%的股权，少数股东损益较高。应收账款周转率和存货周转率都较低。

图 5：同仁堂资产负债率变化



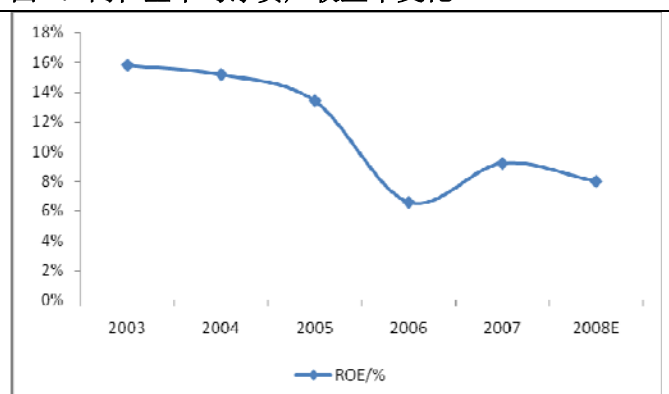
资料来源：Wind、宏源证券

图 6：同仁堂毛利率变化



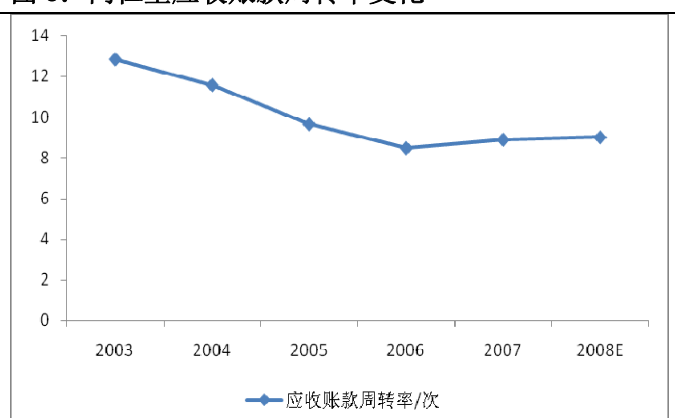
资料来源：Wind、宏源证券

图 7：同仁堂平均净资产收益率变化



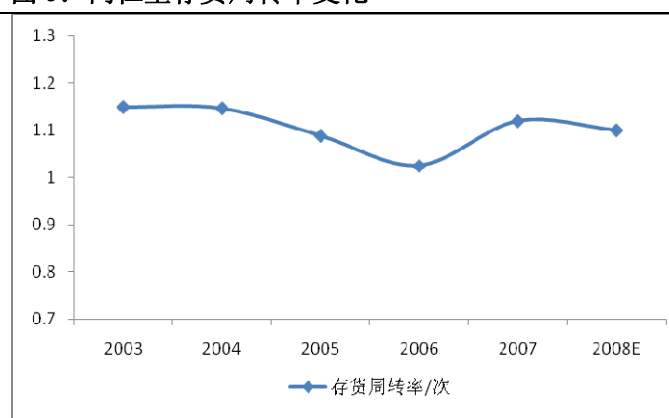
资料来源：Wind、宏源证券

图 8：同仁堂应收账款周转率变化



资料来源：Wind、宏源证券

图 9：同仁堂存货周转率变化



资料来源：Wind、宏源证券

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

同仁堂属于已进入成熟期的上市公司，经营稳健，增长平稳，经营风格较为保守，假设 2008~2010 年主营收入增长率分别为 8%、9.6%、11%，其中六味地黄丸增长率为 0%~8%，乌鸡白凤丸等 5 大主导产品增长率为 13%~21%，大活络丸和坤宝丸增长率分别为 20%和 30%，应付票据、长期借款和一年内到期的非流动负债仍为零，暂不考虑有药品进入基本药物目录以及同仁堂中医医院拉动带来的增量，给出产品销售收入预测和盈利预测表。

图 10：产品销售收入预测表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
六味地黄丸	327	327	353	371
增长率/%		0.0%	8.0%	5.0%
乌鸡白凤丸、牛黄解毒片、牛黄清心片、安宫牛黄丸、感冒清热颗粒	800	910	1050	1271
增长率/%		13.8%	15.0%	21.0%
大活络丸	110	138	166	199
增长率/%		25.5%	20.0%	20.0%
坤宝丸	30	42	55	71
增长率/%		40.0%	30.0%	30.0%
其他药品	1436	1500	1575	1654
增长率/%		4.5%	5.0%	5.0%
主营收入/百万元	2703	2917	3198	3565
增长率/%		7.9%	9.6%	11.5%

图 11：盈利预测表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	2703	2918	3198	3565
营业成本	2342	2486	2740	3054
营业税金及附加	33	34	38	43
销售费用	445	464	509	567
管理费用	218	235	256	285
财务费用	10	10	11	12
资产减值损失	19.02	5.00	5.76	7.13
投资净收益	2.80	4.00	0.96	1.07
营业利润	364	436	460	512
营业外收入	13	2	2	2

营业外支出	3	1	1	1
利润总额	374	437	461	513
所得税	64	66	69	77
净利润	310	371	392	436
少数股东损益	80	95	106	118
归属于母公司的净利润	230	179	180	181
EPS（元）	0.36	0.53	0.53	0.55
PE	29	29	28	25
PB	2.5	2.9	2.9	2.8
ROE	8.6%	9.9%	10.2%	10.9%

5.2 DCF 估值

图 12：参数假设及估值结果

税前债务成本	7.2%
税率	15%
无风险利率	2.89%
市场收益率	10%
Beta 系数	0.95
目标股权比例	80%
目标债权比例	20%
加权平均资本成本 wacc	8.94%
股权成本	9.6%
永续增长率为	2.0%
内含股价	17.8 元

		wacc							
		17.8	7.50%	8.00%	8.50%	8.94%	9.00%	9.50%	10.00%
增长率	1.4%	21.9	19.9	18.2	16.9	16.8	15.5	14.4	
	1.6%	22.3	20.3	18.5	17.2	17.0	15.7	14.6	
	1.8%	22.8	20.7	18.9	17.5	17.3	16.0	14.8	
	2.0%	23.4	21.1	19.2	17.8	17.6	16.2	15.0	
	2.2%	23.9	21.6	19.6	18.1	17.9	16.4	15.2	
	2.4%	24.6	22.0	19.9	18.4	18.2	16.7	15.4	
	2.6%	25.2	22.6	20.4	18.7	18.5	17.0	15.6	

5.3 相对估值

根据盈利预测表，2008~2010 年的 EPS 分别为 0.53 元、0.55 元、0.61 元，对应 PE 为 29 倍、28 倍、25 倍。目前中药类公司的平均 PE 为 31，给予同仁堂 09 年 33 倍 PE，则合理股价为 18 元。

5.4 投资建议

同仁堂已进入成熟平稳增长期，但是首先，品牌的影响力使其具有一定的不可替代性；其次，公司在产品质量和品种上的风险要比其他企业低很多；最后，中标基本药物目录的药品数量会较多，并且受益于国家的中医药扶持政策，所以仍将拥有一定的估值溢价。公司营销改革已开始取得良好的效果，同仁堂中医医院的开业也将带来一定的拉动作用，故给予同仁堂“增持”评级。

5.5 风险提示

营销改革的效果低于预期的风险。

销售经理：蒋全
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@hysec.com

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上