

公司评级：中性
目标价位：25元
业绩平稳增长，腾飞尚待时日
- 同仁堂(600085)调研报告
2010年1月4日
公司研究/调研报告
股价相对市场表现
投资要点

公司基本数据 2010/01/04

收盘价(元)	20.75
总股本(百万股)	520.83
无限售条件流通股 (百万股)	520.83
流通股比例%	100
流通市值(亿元)	108.1

财务数据(3Q/09)

股东权益(亿元)	38.4
每股净资产(元)	5.73
净资产收益率%	7.81
净利润(亿元)	3.2
每股收益(元)	0.45

- ◆ 同仁堂在2006年经历了经营的低谷，自07年恢复性增长后重新进入了平稳增长的通道，09年公司预计营业收入增长10%左右。09年的收入增长得益于各类产品整体上的贡献，除了坤宝丸之外尚无表现很突出的产品，我们认为是公司基本面平稳趋好的惯性在推动收入增长。
- ◆ 09年前三季度公司的毛利率和净利率分别为44.15%和12.78%，我们了解到毛利率增加的主要原因一是生产成本得到有效控制，收入占比较大的蜜丸产品沾蜡、扣皮工艺实现了机械化；二是因为部分产品小幅提价以及高毛利产品的收入占比提高。公司09年前三季所得税费用同比下降28.7%。但由于销售费用率的增长导致净利率增加幅度要小于毛利率。
- ◆ 公司的营销改革进展要低于市场预期。公司在营销方面的不足首先是源于营销力量的薄弱。而且营销人员的激励机制也没有明显的提高。限制赊销的现款销售方式控制了渠道中的药品积压和秩序，避免了坏账，但也限制了销售的增长。公司近年来已经在营销上做了较大的努力，但这些努力在老国企的根本束缚没有解决的情况下只能是一种现有体制下的改良，而不是改革。
- ◆ 公司受益基本药物制度的范围还是以北京及周边市场为主。同仁堂新产品储备丰富，但缺少的是产业化的能力，郁乐胶囊的临床前景较好，但属于处方药，对公司来说是新的挑战。公司中药材采购量大且储备丰富，受中药材涨价的影响较小。
- ◆ 预计2009、2010年的基本每股收益分别为0.56元、0.63元，公司目前股价对应09、10年预测EPS的市盈率分别为37倍、33倍。公司的改革虽低于市场预期，但考虑到其无可替代的品牌资源和大股东同仁堂集团的实力，公司的发展潜力还是很大的，只能说还缺乏高增长或者变革的契机。该股比较适合长线投资，目前股价稍有低估，预计6个月内的涨幅将与市场同步，给予中性的投资评级。6个月内的目标价位为25元，对应2010年市盈率为40倍。

民生证券研究所
联系人 练乐尧

电话: (8610)85253576

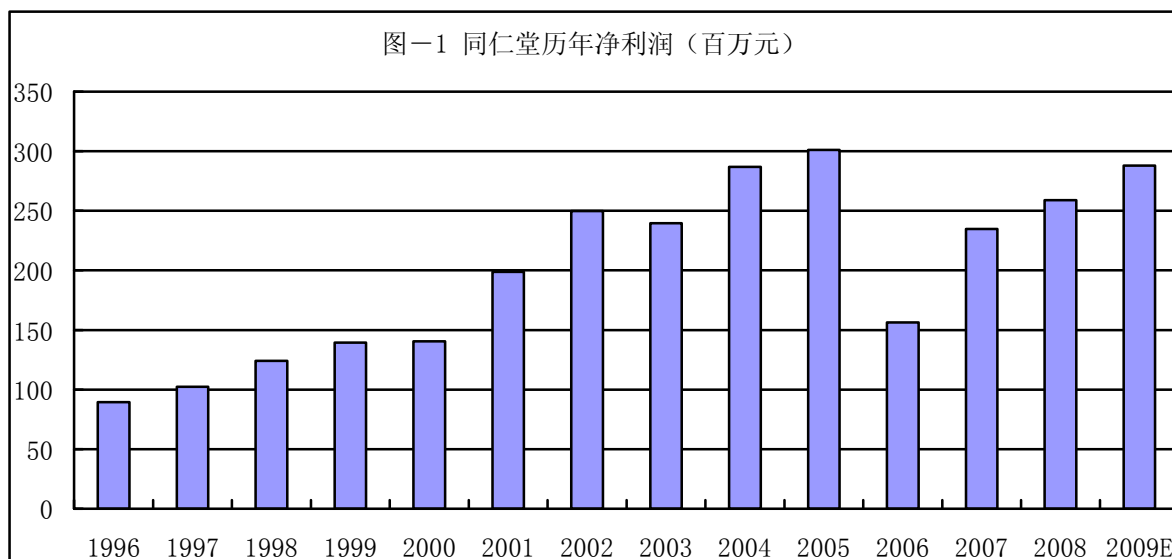
Email: lianyueyao@mszq.com

地址: 北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦601B室 100020

一、 09 年业绩继续平稳增长

北京同仁堂股份有限公司是我国著名的中药老字号企业，97年成立并上市以来经营一直比较平稳，1996 - 2005年期间净利润复合增长率约为15%。公司在2006年经历了经营的低谷，自07年恢复性增长后重新进入了平稳增长的通道，09年公司预计营业收入增长10%左右。



资料来源：聚源数据 民生证券研究所

分产品情况看六味地黄丸销售有所下降，这一产品已进入成熟期，市场较饱和，国内有数百家企业获得六味的生产批文。我们认为鉴于该产品市场竞争非常激烈，无论是同仁堂或是其他生产企业，能固守现有市场份额已属相当不易。

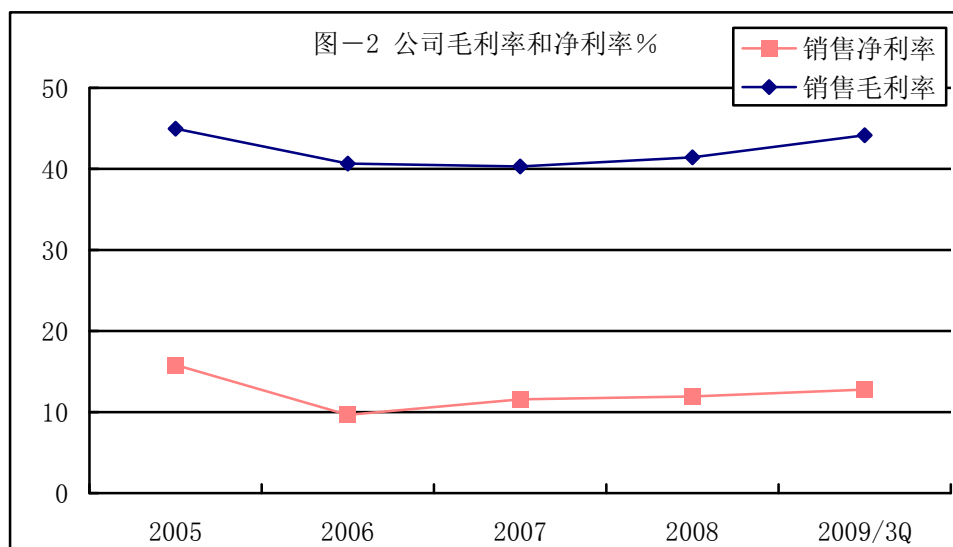
其他的主打产品都有所增长，且增幅预计大多都在10%左右。新产品方面，治疗女性更年期综合症的坤宝丸09年贡献收入预计能够增长35%左右。该产品被公司寄予厚望，希望培育成拳头品种，但公司并不急于求成，而是希望先做好市场基础。进入消费领域的国公酒去年销售已经接近1亿元，进入了主力品种序列，09年预计增长10%左右。

因此09年同仁堂的收入增长得益于各类产品整体上的贡献，除了坤宝丸之外尚无表现很突出的产品，我们认为是公司基本面平稳趋好的惯性在推动收入增长。

二、 盈利能力稳中有升

09年前三季度公司的毛利率和净利率分别为44.15%和12.78%，同比均有提高(图-2)，我们了解到毛利率增加的主要原因一是生产成本得到有效控制，收入占比较大的蜜丸产品沾蜡、扣皮工艺实现了机械化，生产效率得以改进；二是因为部分产品小幅提价以及高毛利产品（主要是安宫牛黄丸、牛黄清心丸

等重点产品)的收入占比提高。



资料来源：聚源数据 民生证券研究所

公司08年按25%税率预缴，而2009年按15%的税率缴纳所得税，09年前三季度所得税费用同比下降28.7%。但由于销售费用率的增长导致销售净利率增加幅度要小于销售毛利率。

三、营销改革进展不大

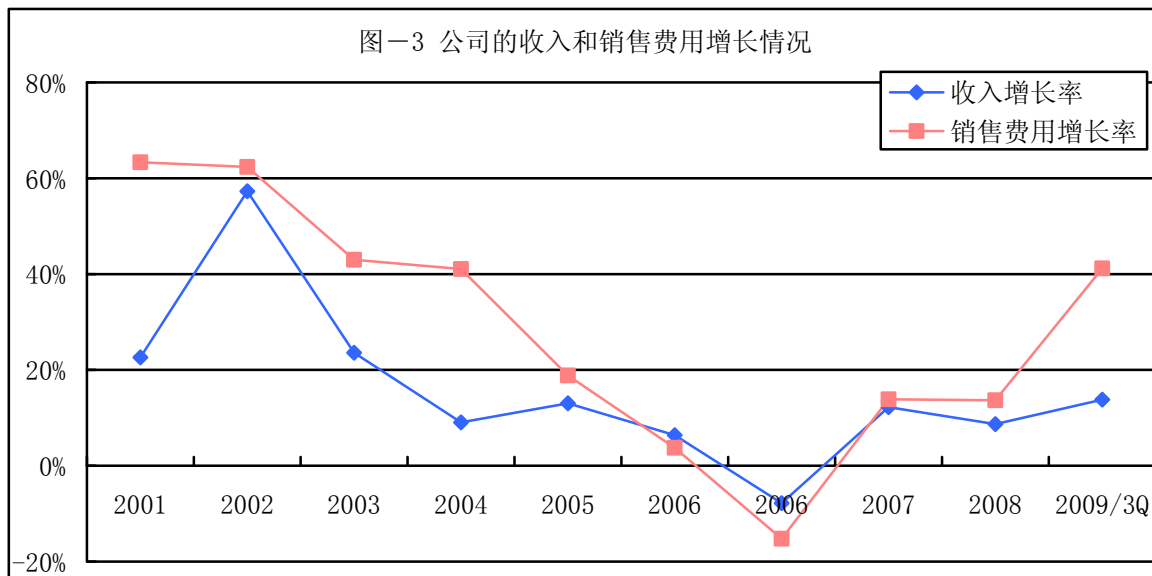
市场对同仁堂的营销改革寄予厚望，但这次调研我们发现公司的营销改革进展要低于市场预期。

公司在营销方面的不足首先是源于营销力量的薄弱。虽然目前有营销人员一共300多人，但剔除了北京大栅栏和崇文门两个零售药店的工作人员外，真正在营销第一线的只有100多人，远低于行业平均水平。这样的销售队伍仅能维持和一级经销商的业务联系，无法实现对终端的控制和渗透，更不可能开展对医院的推广。不但这几年来营销队伍没有实质性的扩充，而且营销人员的激励机制也没有明显的提高。此外从公司管理层的构成看，具备丰富销售背景的管理人员不多，公司也没有从外部聘请营销高手的计划。

在营销方法上，公司仍然坚持自06年以来限制赊销的现款销售方式，对于部分大客户采取应收账款季度末结零的措施。这一政策的好处一是控制了渠道中的药品积压和秩序，二是提高了回款速度和收益质量，避免了坏账。09年中期应收账款有75%是一年以内。但缺点也是非常明显，由于现款结算对经销商的资金实力提出了很高的要求，因此很大程度的限制了销售的增长。

我们认为在同仁堂老国企的一些根本束缚没有得到解决的情况下，公司近年来已经在营销工作上做了较大的努力。从图-3我们也可以看到，多数时期营销投入的增长都要快于营业收入的增长，但这些努力只能是一种现有体制下的改良，而不是改革。09年同仁堂产品进社区的努力取得一定的成功，上半年北京社区市场销售收入增长了20%，但我们认为北京市场比较特殊，这一模式

在其他地区复制的难度很大。因为同仁堂在北京市的政府支持、市场环境较好，几乎没有竞争对手，而其他省市要复杂的多。



资料来源：聚源数据 民生证券研究所

四、 近期业绩的基调还是稳定增长

鉴于公司的营销瓶颈未能得到根本突破，我们预计2010年销售收入的增长率仍将在10%左右，而盈利能力还将保持稳定。其他影响业绩的情况有：

1、国家医药政策

新版《国家基本药物目录》和《国家基本医疗保险药品目录》颁布后的第一次招标受到不少关注，同仁堂有30多个产品进入基本药物目录，但我们认为受益范围主要还是在北京及周边市场。公司入围产品中并没有独家产品，且在价格上没有什么优势，而且地方保护主义在各地招标中还将得到体现。公司对基本药物招标的态度还是看区域市场销量和价格的换算关系决定是否参与。

发改委药品降价方面，公司方面预计大幅降价的可能很小，能够在可承受的范围内。

2、新产品

08年公司六类新药止渴养阴胶囊（原芪黄降糖胶囊）已获得新药证书和药品注册批件，两个保健食品获得批准证书，目前等待生产批文的新药有郁乐胶囊和双参通冠胶囊等。总体看这几年新药的贡献不大，董秘认为同仁堂在研发方面一直在努力，新产品储备丰富，但缺少的是产业化的能力。郁乐胶囊治疗抑郁症，临床前景较好，但属于处方药，对公司来说是新的挑战。

3、原材料

通胀预期下中药材的涨价可能性很大，将会给中药生产企业带来较大压

力。同仁堂由于采购量较大，冲击不大，且董秘表示公司中药材储备非常丰富。

我们预计2009年、2010年公司实现收入增长率会在10%左右，而销售毛利率和销售净利率会继续稳步提升，预计2009、2010年的基本每股收益分别为0.56元、0.63元，公司目前股价对应09、10年预测EPS的市盈率分别为37倍、33倍。公司的改革虽低于市场预期，但考虑到其无可替代的品牌资源和大股东同仁堂集团的实力，公司的发展潜力还是很大的，只能说还缺乏高增长或者变革的契机。该股比较适合长线投资，目前股价稍有低估，预计6个月内的涨幅将与市场同步，给予中性的投资评级。6个月内的目标价位为25元，对应2010年市盈率为40倍。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	2,704	2,939	3,260	3,625	货币资金	891	1,180	1,630	2,066
减：营业成本	1,613	1,722	1,870	2,058	应收票据	236	69	98	109
营业税金及附加	33	34	36	44	应收账款	344	331	359	399
销售费用	446	507	626	689	预付账款	24	27	29	33
管理费用	220	243	267	308	其他应收款	11	13	15	16
财务费用	10	5	2	5	存货	1,518	1,781	1,870	2,058
资产减值损失	19	22	10	10	其他流动资产	(0)	(0)	0	0
加：投资收益	3	2	6	4	流动资产合计	3,023	3,401	4,000	4,681
二、营业利润	365	408	455	516	长期股权投资	50	48	48	48
加：营业外收支净额	9	8	8	8	固定资产	1,044	987	888	794
三、利润总额	374	416	463	524	在建工程	8	3	9	9
减：所得税费用	61	65	73	83	无形资产	87	99	94	89
四、净利润	313	351	390	441	其他非流动资产	8	13	13	13
归属于母公司的利润	235	259	292	331	非流动资产合计	1,196	1,149	1,051	952
五、基本每股收益 (元)	0.54	0.50	0.56	0.63	资产总计	4,220	4,550	5,052	5,633
主要财务指标					短期借款	173	173	188	347
项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	应付票据	0	0	0	0
EV/EBITDA	/	/	10.1	8.7	应付账款	410	493	561	617
成长能力：					预收账款	67	35	94	94
营业收入同比	12.2%	8.7%	10.9%	11.2%	其他应付款	124	120	160	160
营业利润同比	30.4%	11.8%	11.5%	13.3%	应交税费	6	(5)	14	14
净利润同比	34.2%	11.9%	11.2%	13.1%	其他流动负债	25	27	0	0
营运能力：					流动负债合计	806	842	1,017	1,231
应收账款周转率	8.83	8.71	9.46	9.57	长期借款	0	0	0	15
存货周转率	1.11	1.04	1.02	1.05	其他非流动负债	22	30	45	45
总资产周转率	0.67	0.67	0.68	0.68	非流动负债合计	22	30	45	60
盈利能力与收益质量：					负债合计	828	872	1,062	1,291
毛利率	40.4%	41.4%	42.6%	43.2%	股本	434	521	521	521
净利率	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%	资本公积	887	797	797	797
总资产净利率 ROA	5.6%	5.7%	5.8%	5.9%	留存收益	1,343	1,559	1,763	1,995
净资产收益率 ROE	6.9%	7.0%	7.3%	7.6%	少数股东权益	747	823	921	1,031
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	3,411	3,699	4,001	4,343
流动比率	3.75	4.04	3.93	3.80	负债和股东权益合计	4,220	4,550	5,063	5,634
资产负债率	19.6%	19.2%	21.0%	22.9%	现金流量表				
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	项目 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
每股指标：					经营活动现金流量	121	423	509	368
每股收益	0.54	0.50	0.56	0.63	投资活动现金流量	(39)	(26)	0	(1)
每股经营现金流量	0.28	0.81	0.98	0.71	筹资活动现金流量	11	(102)	(59)	69
每股净资产	6.13	5.48	7.68	8.34	现金及等价物净增加	83	290	450	436

资料来源：民生证券研究所 公司年报

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。