

同仁堂 (600085): 营销改革已见成效, 主营业务平稳发展

增持 (维持)

医药行业/中药

当前股价: 38.44 元

报告日期: 2011 年 3 月 22 日

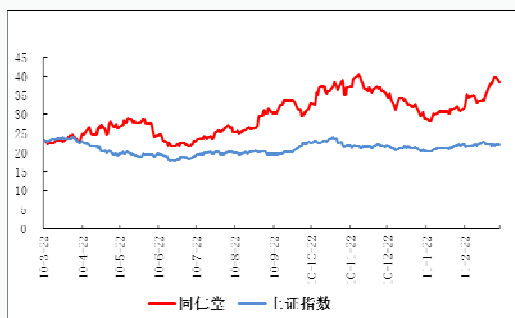
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3288	3824	4533	5471
(+/-)	11.89%	16.30%	18.53%	20.70%
营业利润	459	553	714	812
(+/-)	12.42%	20.49%	29.23%	13.62%
归属于母公司				
的净利润	288	343	443	503
(+/-)	11.21%	19.19%	29.04%	13.62%
每股收益 (元)	0.55	0.66	0.85	0.97
市盈率 (倍)	70	58	45	40

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	52,082/52,082
流通市值 (亿元)	178.54
每股净资产 (元)	6.25
资产负债率 (%)	23.10

股价表现 (最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人: 吴春莉

010-66045615 wuc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 38.24 亿元, 同比上涨 16.30%; 主营业务利润 5.53 亿元, 同比上涨 20.49%; 归属于母公司净利润 3.43 亿元, 同比上涨 19.19%; 摊薄每股收益 0.66 元; 分配预案为每 10 股送红股 5 股转增 10 股派发现金红利 3.5 元 (含税)。
- 主营业务增长平稳, 营销改革已见成效。**公司主导产品在报告期内实现了稳定的增长, 整体平均增速达到 10% 以上, 其中二、三线中复方丹参片系列、感冒软胶囊系列等产品更是实现了 40% 左右的成长速度。这主要受益于公司对营销体系和保守的经营模式坚持不懈地改革, 尤其是加强了对营销策略与市场的需求的对接, 对销售渠道进行细化, 实施立体化的销售模式, 扩大了市场容量, 营销改革成效得以显现。
- 控制成本, 夯实资产。**在 2010 年中药材价格普遍上涨的大环境下, 公司毛利率不降反升, 较同期增长 1.12 个百分点至 45.41%, 体现出公司对成本的控制能力。与此同时, 公司坚持进行以现款为主、应收账款季末清零的销售政策, 降低客户对公司的资金占用量, 提高企业的经营周转次数, 夯实资产。从本次报告期应收账款的情况来看, 应收账款较前期下降了 1034 万元。虽然我们认可这种严格的信用制度, 有利于提高经销商的质量, 提高公司经营效率, 但我们也担心可能因政策过于严格而导致经销商数量的减少, 而影响到销量。
- 子公司增长迅速, 助推集团平稳发展。**集团名下除了同仁堂股份及同仁堂科技两家上市公司外还拥有专作保健滋补品的同仁堂健康药业及负责中药材采购、销售等子公司, 各子公司形成了以健康产业为中心的完整产业链条。其中同仁堂科技净利润同比增长 19.14%, 为公司贡献利润 1.15 亿元; 同仁堂天然药物有限公司增长最为迅猛, 净利润同比增长 160.49%; 其他子公司也均实现了 5%—10% 左右的增长, 我们认为通过近几年的改革与整合, 公司各业务呈现出全面开花的局面。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011 年-2012 年 EPS 为 0.85、0.97 元, 根据 21 日收盘价 38.44 元计算, 对应动态市盈率为 45 倍、40 倍, 目前估值合理, 但同仁堂作为我国中

医文化传承的载体，兼具中药产业发展与传统文化推广的重任，其价值仍待进一步评估，未来价值成长空间较大，我们维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示。** 1) 中药材价格变动对公司存货价值的影响。

图表 同仁堂盈利预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	328,843	382,445	453,303	547,135
增长率(%)	11.89%	16.30%	18.53%	20.70%
减：营业成本	183,195	208,766	244,784	295,453
毛利率(%)	44.29%	45.41%	46.00%	46.00%
减：营业税金及附加	4,109	4,727	5,893	7,113
销售费用	65,289	76,455	90,661	109,427
管理费用	25,973	30,985	38,531	46,506
财务费用	-209	-667	0	5,471
期间费用率	28%	28%	29%	30%
资产减值损失	5,300	7,620	2,000	2,000
加：公允价值变动净收益	692	718	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45,878	55,277	71,435	81,165
增长率(%)	12.42%	20.49%	29.23%	13.62%
加：营业外收入	822	1,288	0	0
减：营业外支出	115	390	0	0
利润总额	46,585	56,174	71,435	81,165
增长率(%)	12.00%	20.58%	27.17%	13.62%
利润率(%)	14.17%	14.69%	15.76%	14.83%
减：所得税	7,295	9,065	10,715	12,175
实际税负比率(%)	15.66%	16.14%	15.00%	15.00%
净利润	39,290	47,109	60,720	68,990
归属于母公司所有者净利	28,798	34,323	44,290	50,322
增长率(%)	11.21%	19.19%	29.04%	13.62%
净利润率(%)	8.76%	8.97%	9.77%	9.20%
少数股东损益	10,492	12,786	16,430	18,668
总股本（万股）	52,083	52,083	52,083	52,083
每股收益（元）	0.55	0.66	0.85	0.97

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040