

同仁堂 600085.SH

正是老树新芽，必将枝繁叶茂

作为传奇中医药的品牌，同仁堂有望在国企改革以及国内大力支持中医药发展的新形势下焕发新的经营活力，进而实现价值回归，再续中医药传奇。

核心观点

- **稳健经营的中医药传奇。**同仁堂始创于 1669 年，曾为清皇宫御药房用药，是我国最出名的中药老字号，享誉海内外。同仁堂作为中医药行业内最具价值的品牌，同时拥有最丰富的中药品种资源，品牌和品种优势将是同仁堂持续稳健经营的基础。控股股东同仁堂集团以本公司为核心组建的六大二级集团已经成型，未来将继续在专业化的基础上规模化和集团化。
- **以品牌和品种优势为基础，分类定策创新营销推动增长。**同仁堂品牌和品种资源优势显著，但原先增长更多依赖自然增长，因而并没更好地挖掘同仁堂本身的销售潜力。近年营销改革成果显著，尤其是主力大品种在分类定策的新政下实现了远超其他品种的增长水平，同时毛利率也持续提升。我们认为公司主力大品种所处的脑卒中、补肾类和补益养生类市场均在具有较大的潜在成长空间，分类定策创新营销有望继续推动公司业绩稳健增长。
- **北京试点国企员工持股提升公司混改预期。**我们认为，北京试点国企员工持股的方案让北京国企混改进一步深化，这将强化同仁堂的混改预期，有望为公司带来更市场化的激励机制和运营机制，为公司注入新的活力。

财务预测与投资建议

- **正是老树新芽，必将枝繁叶茂，维持“增持”。**我们预计公司 16-18 年将实现 EPS 0.74、0.85、0.99 元，对应现价 16-18 年 PE 为 40、35、30 倍。参考可比公司平均 17 年 PE 38 倍，对应目标价为 32.30 元，维持“增持”评级。。

风险提示

- 北京国企改革进度低于预期；海外市场扩张汇率波动风险；中药材原材料价格涨幅过大。

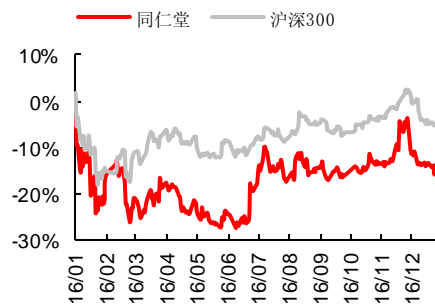


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2017 年 01 月 12 日)	29.75 元
目标价格	32.30 元
52 周最高价/最低价	34.99/26.67 元
总股本/流通 A 股 (万股)	137,147/137,147
A 股市值 (百万元)	40,801
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2017 年 01 月 13 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-5.1	-5.4	-4.6	-9.5
相对表现 (%)	-3.6	-0.4	-5.1	-12.6
沪深 300 (%)	-1.5	-5.0	0.5	3.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9,686	10,809	12,230	13,863	15,737
同比增长	11.1%	11.6%	13.1%	13.4%	13.5%
营业利润 (百万元)	1,500	1,763	2,052	2,379	2,807
同比增长	18.7%	17.6%	16.4%	15.9%	18.0%
归属母公司净利润 (百万元)	764	875	1,013	1,162	1,358
同比增长	16.4%	14.6%	15.8%	14.7%	16.8%
每股收益 (元)	0.56	0.64	0.74	0.85	0.99
毛利率	43.2%	46.1%	46.3%	46.6%	47.2%
净利率	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%	8.6%
净资产收益率	14.5%	13.9%	13.6%	14.1%	14.9%
市盈率 (倍)	53.4	46.6	40.3	35.1	30.0
市净率 (倍)	7.4	5.7	5.2	4.7	4.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 季序我
010-66210109
jixuwo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516010001

联系人 梁东旭
021-63325888*7511
liangdongxu@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1. 同仁堂——稳健经营的中药传奇.....	4
1.1 “产品至上，患者至上”是成就同仁堂中药传奇的精神内核.....	4
1.2 “经济实体+文化载体”不断提升品牌价值.....	4
1.3 品牌和品种优势是同仁堂持续稳健经营的基石.....	4
1.4 集团架构：明确专业分工，探索灵活经营机制.....	4
2. 以品牌和品种优势为基础，分类定策创新营销推动增长.....	5
2.1 同仁堂优质品种资源异常丰富.....	5
2.2 主力品种分类定策管理，推动业绩持续稳健增长.....	8
2.2.1 主力大品种：分类定策效果显现，毛利增量贡献高达 78%.....	8
2.2.2 安宫牛黄丸成立专销公司重点运作，首先践行“一品一策”.....	10
2.3 脑卒中品种潜在空间大，安宫牛黄丸等将受益分级诊疗、医药分开和中药注射剂受限.....	10
2.4 六味地黄丸和金匱肾气丸将受益补肾类中成药市场的快速增长.....	15
2.5 同仁堂阿胶采取价格跟随策略，受益提价和产能释放.....	17
3. 同仁堂药店践行“前店后厂坐堂医”的最佳经营模式.....	18
4. 北京试点国企员工持股提升公司混改预期.....	21
盈利预测与投资建议.....	21
盈利预测.....	21
投资建议.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图 1：同仁堂集团架构.....	5
表 1：同仁堂旗下“十大王牌”、“十大名药”和“十大重点新品”概况.....	5
图 3：同仁堂股份医药工业收入结构.....	8
图 4：同仁堂股份医药工业毛利结构.....	8
图 4：同仁堂前五主力大品种和其他品种的营收和增速（2011-2016H）.....	9
图 4：同仁堂前五主力大品种和其他品种的营收和增速（2011-2016H）.....	9
图 3：同仁堂股份医药工业收入增量贡献结构.....	10
图 4：同仁堂股份医药工业毛利增量贡献结构.....	10
图 3：2014 年中国农村居民主要疾病死因构成比.....	11
图 4：2014 年中国城市居民主要疾病死因构成比.....	11
图 4：1990-2014 年中国城乡居民心血管病死亡率变化.....	11
图 11：1993-2008 年中国城乡脑血管病患率.....	12
图 12：中国四次高血压调查 15 岁以上人群高血压患病率.....	12
图 13：中国九省市成年人群超重肥胖率变化趋势.....	12
图 14：样本医院脑血管用药规模（2009-2015）.....	13
图 15：重点城市零售市场脑血管用药规模（2010-2015）.....	13
图 6：中药在脑血管用药零售市场占比高达 91%.....	14
图 16：重点城市脑血管用药零售市场品种格局（2015）.....	15
图 17：重点城市脑血管用药零售市场企业格局（2015）.....	15
图 16：安宫牛黄丸重点城市零售市场格局（2015）.....	15
图 19：同仁大活络丸重点城市零售市场格局（2015）.....	15
图 20：中国零售终端泌尿补肾类用药市场规模及增长.....	16
图 21：重点城市零售终端补肾类药物亚类格局（2015）.....	16
图 22：重点城市零售终端补肾中成药品种格局（2015）.....	16
图 23：重点城市零售终端补肾类中成药企业格局（2015）.....	17
图 24：重点城市零售终端六味地黄系列竞争格局（12-15）.....	17
图 25：同仁堂六味地黄系列和金匱肾气丸历年增速（2011-2016H）.....	17
图 25：阿胶市场规模和增长情况（2008-2020E）.....	18
图 27：同仁堂药品零售营收和增长情况（2010-2016H）.....	19
图 28：同仁堂国药营收和增长情况（2010-2016Q1-3）.....	19
图 29：“名医→名店→名药”一体化运营模式图.....	19
图 29：自产产品在同仁堂药店中占比不断提升（以内部抵消收入/零售收入比重来代替）.....	20
图 31：医药零售行业增速放缓.....	21

1. 同仁堂——稳健经营的中药传奇

1.1 “产品至上，患者至上”是成就同仁堂中药传奇的精神内核

同仁堂于清朝康熙八年(1669年)由乐显扬创立,至今已有 346 年的历史。同仁堂自雍正元年(1723 年)正式供奉清皇宫御药房用药,独办官药,历经八代皇帝,长达 188 年,是我国最出名的中药老字号,享誉海内外。同仁堂始终恪守“炮制虽繁必不敢省人工,品味虽贵必不敢减物力”的传统古训,坚持“同修仁德,济世养生”的企业精神,确保了同仁堂的金字招牌长盛不衰。我们认为同仁堂恪守的古训就是“产品至上”的极致体现,坚持的企业精神则是对“患者至上”的最好诠释,“产品至上,患者至上”是成就同仁堂中药传奇的精神内核。

1.2 “经济实体+文化载体”不断提升品牌价值

作为中国最负盛名的中药品牌,传承发展到今天的同仁堂已不仅仅是一个经济实体,更是文化的载体。“同仁堂中医药文化”已列入首批国家级非物质文化遗产名录。“经济实体+文化载体”的双重功能不断强化着同仁堂的品牌价值。2002 年,中国工业经济联合会、中国名牌战略推进委员会授予同仁堂集团公司“向世界名牌进军——十六家具有国际竞争力的中国企业”称号。2006 年 12 月,同仁堂被国家商务部认定为首批“中华老字号”。2012 年,同仁堂集团被评为“最具价值中国品牌 50 强”之一。在国家提出“一带一路”走出去的大国战略背景下,享誉海内外的同仁堂无疑是传统品牌中药走出去的最佳选择。

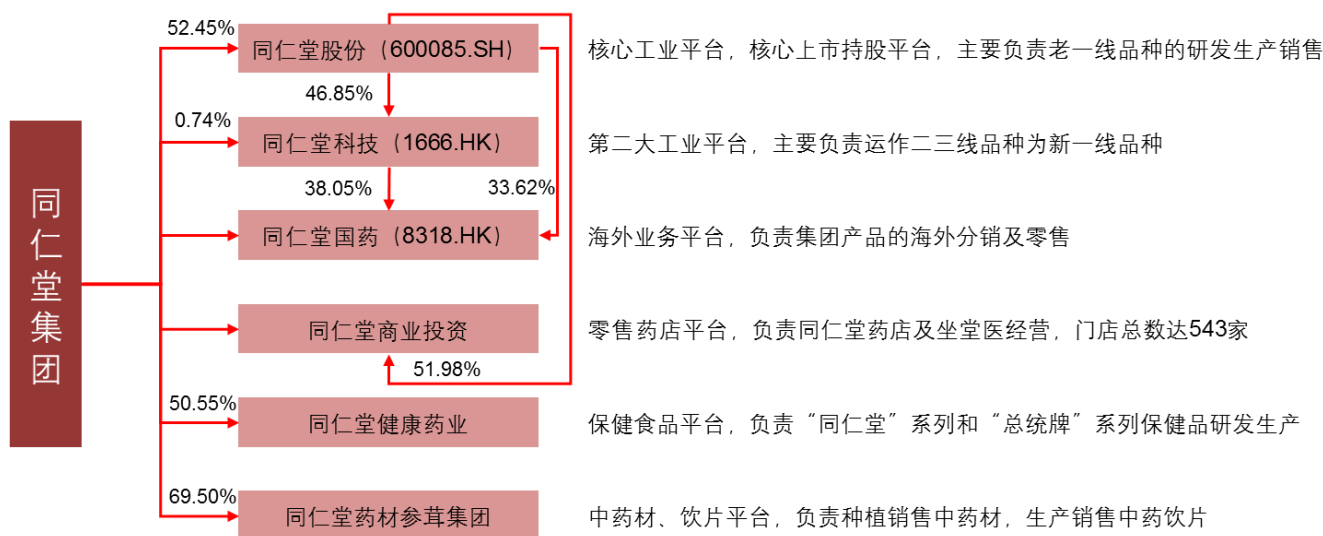
1.3 品牌和品种优势是同仁堂持续稳健经营的基石

同仁堂同时拥有最具价值的品牌和最丰富的品种资源两大优势,品牌和品种将是公司保持持续稳健经营的重要基础。公司拥有药品品规 800 个,常年生产品规超过 400 种,其中独家和类独家(配方独家、自主定价)品种近 200 个,产品群优势非常明显。此外,凭借业内最具价值的中药品牌优势,公司的非独家品种也往往有较高的溢价。无论是现有二三线产品挖潜推广还是传统品种二次开发,公司丰富的品种资源都将是宝贵的资产,而品牌优势则可保证新品上市后获得更强的定价优势,提升盈利能力。

1.4 集团架构:明确专业分工,探索灵活经营机制

公司控股股东是同仁堂(集团)有限责任公司,业务覆盖中药材种植和贸易、中药饮片、中成药、保健品、药妆日化、连锁药店以及医疗服务等领域,形成覆盖“原料→生产研发(中药大健康)→流通→终端服务”中医药全产业链的综合性中医药产业集团。

原先同仁堂集团内部资源规划混乱,各家子公司定位不明确,同业竞争较为严重。2011 年 7 月,同仁堂集团以本公司同仁堂股份为核心,组建了六大二级集团,明确了各大集团的专业分工方向,为后续各业务条线的发展注入了新的动力。

图 1：同仁堂集团架构


数据来源：公司公告、公司官网，东方证券研究所

同仁堂股份是同仁堂集团的核心工业平台，主要经营中成药的生产和销售。同时公司也是集团下最核心的上市平台，控股同仁堂科技、同仁堂国药和同仁堂商业投资，形成了母公司、同仁堂科技负责医药工业，商业投资公司负责国内零售和国药公司负责海外商业的控股运营架构。

2. 以品牌和品种优势为基础，分类定策创新营销推动增长

2.1 同仁堂优质品种资源异常丰富

同仁堂股份拥有产品文号 800 多个（包括同仁堂科技 200 多个），治疗领域基本覆盖所有常见病。同仁堂股份经典的品种有“十大名药”和“十大王牌”，并且开发了“十大重点新品种”，其中由股份母公司生产的有 20 个，由科技公司生产的有 11 个（其中安宫牛黄丸由母公司和科技公司共同生产），独家品种、独家配方或独家冠名品种有 13 个，优质品种资源非常丰富。

表 1：同仁堂旗下“十大王牌”、“十大名药”和“十大重点新品”概况

药品名称	负责公司	类别	功能主治	是否独家品种	生产企业数；竞争对手	基药	医保类别
十大王牌							
同仁牛黄清心丸	母公司	心脑血管类	益气养血，镇静安神，化痰熄风。用于气血不足，痰热上扰引起：胸中郁热，惊悸虚烦，头目眩晕，中风不语，口眼歪斜，半身不遂，言语不清，神志昏迷，痰涎壅盛。	独家冠名“同仁”	114；哈药世一堂、天津达仁堂等	地方 (1)	地方 (8)

安宫牛黄丸	母公司、科技	心脑血管类	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语。	天然方为独家配方	120；和黄药业、天津达仁堂等	人工方	全国甲类
同仁大活络丸	母公司	心脑血管类	祛风，舒筋，活络，除湿。用于风寒湿痹引起的肢体疼痛，手足麻木，筋脉拘挛，中风瘫痪，口眼歪斜，半身不遂，言语不清。	独家冠名“同仁”	100；上海雷允上、哈药世一堂等	地方(16)	全国乙类
紫雪散	母公司	肝胆胰类	清热解毒，止痉开窍。用于热病，高烧烦躁，神昏谵语，惊风抽搐，斑疹吐衄，尿赤便秘。		24；天津达仁堂、成都九芝堂等	地方(1)	全国甲类
愈风宁心片	科技	心脑血管类	解痉止痛，增强脑及冠脉血流量。用于高血压头晕，头痛，颈项疼痛，冠心病，心绞痛，神经性头痛，早期突发性耳聋。		6；中新药业、仲景宛西制药等	否	全国乙类
国公酒	母公司	风湿跌打类	散风祛湿，舒筋活络。用于风寒湿邪闭阻所致的痹病，症见关节疼痛、沉重、屈伸不利、手足麻木、腰腿疼痛。		5；宛西制药、天津达仁堂等	否	否
同仁乌鸡白凤丸	母公司	妇科类	补气养血，调经止带。用于气血两亏引起：月经不调，行经腹痛，少腹冷痛，体弱乏力，腰酸腿软。	独家冠名“同仁”	127；上海雷允上、哈药世一堂等	全国	全国甲类
壮骨药酒	母公司	风湿跌打类	祛风散寒，舒筋活络。用于风寒湿痹，四肢拘挛，半身不遂，腰腿疼痛，跌打损伤，瘀血作痛。	独家品种	1	否	否
局方至宝丸	母公司	心脑血管类	清热解毒，开窍镇惊。用于温邪入里，逆传心包引起的高烧痉厥，烦躁不安，神昏谵语，小儿急热惊风。		6；中新药业；成都九芝堂等	否	全国乙类
再造丸	科技	心脑血管类	祛风化痰，活血通络。用于中风，口眼歪斜，半身不遂，手足麻木，疼痛拘挛，语言蹇涩。		41；天津达仁堂、山西广誉远等	否	全国乙类
十大名药							
牛黄解毒片	科技	呼吸系统类	清热解毒。用于火热内盛，咽喉肿痛，牙龈肿痛，口舌生疮，目赤肿痛。	京制为独家	448；片仔癀、白云山等	地方(9)	全国甲类
消栓再造丸	母公司	心脑血管类	活血化瘀，息风通络，补气养血，消血栓。用于气虚血滞，风痰阻络引起的中风后遗症，肢体偏瘫，半身不遂，口眼歪斜，言语障碍，胸中郁闷等症。		10；哈药世一堂、天士力等	否	全国乙类
塞隆风湿酒	母公司	风湿跌打类	祛风散寒除湿，通络止痛，补益肝肾。用于风寒湿痹引起的肢体关节疼痛、肿胀、屈伸不利，肌肤麻木，腰膝酸软。	独家品种		否	否
感冒清热颗粒	科技	解热镇痛类	疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干。		128；石药集团、哈药世一堂等	全国	全国甲类
京制咳嗽痰喘丸	母公司	呼吸系统类	散风清热，宣肺止咳，祛痰定喘。用于外感风邪，痰热阻肺，咳嗽痰盛，气促哮喘，不能躺卧，喉中作痒，胸膈满闷，老年痰喘。	独家品种		否	地方(1)
骨刺消痛	母公司	风湿跌打类	祛风通络，活血止痛。用于颈椎、腰椎、四	独家品种		否	否

液			肢关节骨质增生引起的酸胀、麻木、疼痛等。			
儿童清肺口服液	母公司	儿科类	清肺，化痰，止嗽。用于小儿肺经痰热，外感风寒引起的面赤身热、咳嗽气促、痰多粘稠、咽痛声哑。	独家品种	否	地方 (1)
安神健脑液	科技	补益安神类	益气养血，滋阴生津，养心安神。用于气血两亏、阴津不足所致的失眠多梦，神疲健忘，头晕头痛，心悸乏力，口干津少。	独家品种	否	地方 (3)
偏瘫复原丸	母公司	心脑血管类	补气活血，祛风化痰。用于气虚血瘀，风痰阻络引起的中风瘫痪，半身不遂，口眼歪斜，痰盛气亏，言语不清，足膝浮肿，行步艰难，筋骨疼痛，手足拘挛。	8; 天津达仁堂、河北安国药业等	否	地方 (1)
狗皮膏	母公司	风湿跌打类	祛风散寒，活血止痛。用于风寒湿邪、气血瘀滞所致的痹病；或寒湿瘀滞所致的脘腹冷痛、行经腹痛、寒湿带下、积聚痞块。	35; 天津同仁堂、北京羚锐等	全国	全国甲类
十大重点新品种						
皮肤病血毒丸	母公司	皮肤用药类	清血解毒，消肿止痒。用于经络不和，湿热血燥引起的风疹，湿疹等。	2; 广东国医堂	否	地方 (2)
藏青果喉片	科技	呼吸系统类	清热，利咽，生津。用于慢性咽炎，慢性喉炎，慢性扁桃体炎	4; 香雪制药、圣特药业等	否	否
止渴降糖胶囊	母公司	滋补类	益气养阴，滋肾健脾。适用于气阴两虚、脾肾不足证糖尿病的辅助治疗。	独家品种	否	否
琼浆药酒	母公司	滋补类	滋补气血，助肾阳。主治体质虚弱，精神倦怠，腰酸腿软，四肢无力，阳痿不举，肾衰寒气，遗精早泄，妇女白带。	非药品，保健酒类		
藿香祛暑软胶囊	科技	解热镇痛类	祛暑化湿，解表和中。用于内蕴湿滞、受暑感寒引起的恶寒发热、头痛无汗、四肢酸懒、恶心呕吐、腹痛腹泻。	7; 石药集团、吉林草还丹等	否	地方 (1)
冠心苏合滴丸	母公司	心脑血管类	理气宽胸，止痛。用于心绞痛，胸闷憋气。	2; 通化茂祥	否	否
感冒软胶囊	科技	解热镇痛类	散风解热。用于外感风寒引起：头痛身烧，鼻塞流涕，恶寒无汗，骨节酸痛，咽喉肿痛。	18; 白云山、神威药业等	否	地方 (1)
大败毒胶囊	母公司	泌尿系统	清血败毒，消肿止痛。用于脏腑毒热，血液不清引起的梅毒，血淋，白浊，尿道刺痛，大便秘结，疥疮，痈疽疮疡，红肿疼痛。	68; 江西汇仁、石药集团等	否	地方 (1)
板蓝根颗粒	科技	呼吸系统	清热解毒，凉血利咽，消肿。用于扁桃腺炎，腮腺炎，咽喉肿痛，防治传染性肝炎、小儿麻疹等。	689; 白云山、哈药集团等	全国	全国甲类
六味地黄丸	科技	滋补类	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精，消渴。	351; 广东太安堂、宛西制药等	全国	全国甲类

数据来源：公司官网、公司公告、CFDA、米内网、东方证券研究所

2.2 主力品种分类定策管理，推动业绩持续稳健增长

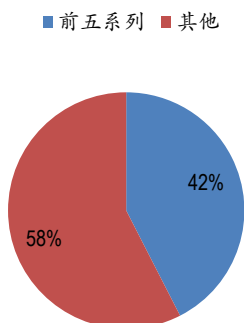
2015 年开始，公司品种群重新划分为主力品种和发展品种两大类。在销售策略上，公司对主力品种分类定策，确立“一品一策”、“一区一策”、“一品多策”的运作模式，而发展品种则采取集中运作的品牌战略。

公司新的销售策略意在通过精细化管理和创新营销手段深度挖掘主力品种的销售潜力，同时加强对渠道和终端的价格体系和市场秩序的管控能力，从而实现主力品种销量和利润率的双重提升。而在做好主力品种深度推广的同时，发展品种则借助同仁堂品牌影响力，集中运作，通过主力品种的扩张带动销售。

2.2.1 主力大品种：分类定策效果显现，毛利增量贡献高达 78%

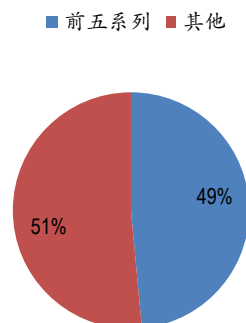
公司销售前五名的主力大品种为安宫牛黄系列、六味地黄系列、阿胶系列、同仁牛黄系列及同仁大活络系列，其中阿胶系列和六味地黄系列由科技公司负责，安宫牛黄系列则是母公司为主，科技公司为辅助进行生产销售。主力大品种占股份公司工业收入和毛利分别为 42% 和 49%。

图 2：同仁堂股份医药工业收入结构



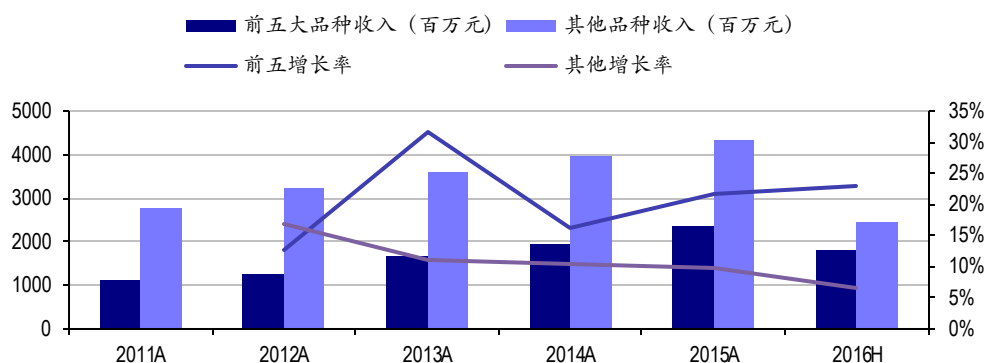
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：同仁堂股份医药工业毛利结构



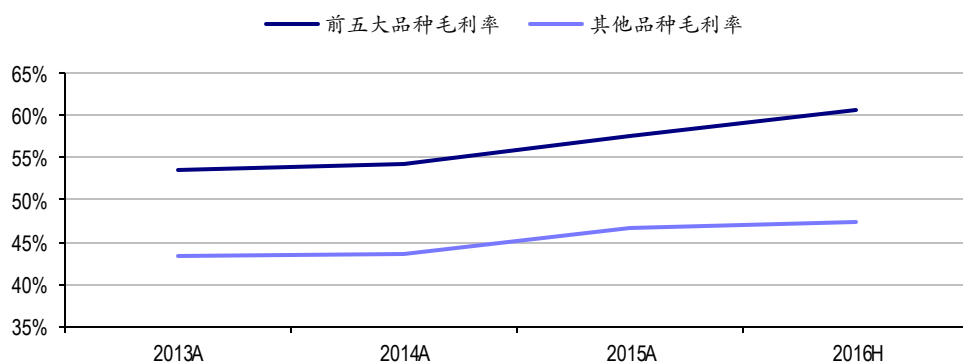
数据来源：公司公告、东方证券研究所

自 13 年以来，主力大品种的收入就一直以超过股份公司工业部门增速的水平增长，其营收占比也是逐年提升。尤其在 15 年初开始推行主力品种分类定策管理后，主力大品种的营收增速从 14A 的 16% 升到 15A 的 22% 和 16H 的 23%，对 16H 工业营收增量贡献度已经高达 70%。

图 4：同仁堂前五主力大品种和其他品种的营收和增速（2011-2016H）


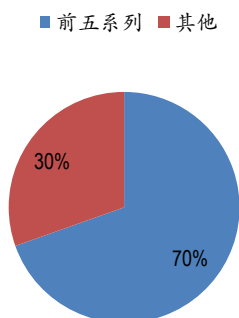
数据来源：公司公告、东方证券研究所

分类定策的另一大贡献是加强了对渠道和终端的价格体系的管控能力，从而可以防止串货等扰乱价格体系的行为，从而获取更高的利润率。主力大品种 15A 和 16H 的毛利率分别提升 3.3pp 和 2.1pp，充分体现分类定策精细化营销的效果。营收增速和毛利率双提升使得主力大品种对股份公司工业毛利的增量贡献度明显提升，主力大品种对 16H 工业毛利的增量贡献已经高达 78%，高于收入增量贡献。

图 5：同仁堂前五主力大品种和其他品种的毛利率变化情况（2011-2016H）


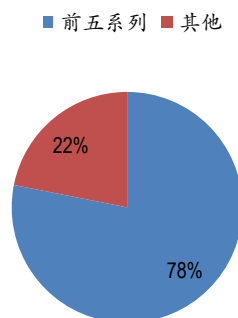
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：同仁堂股份医药工业收入增量贡献结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：同仁堂股份医药工业毛利增量贡献结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2.2 安宫牛黄丸成立专销公司重点运作，首先践行“一品一策”

公司第一大品种安宫牛黄丸从 2015 年初以来就实行专销公司运作，以子公司为主体布局配销分中心，充分发挥区域优势，目前已逐步形成了下辖 15 个配销分中心、覆盖全面、秩序可控的分销配销体系，搭建起可控的分销渠道和终端网络布局，从更好地维护了价格体系，使得安工牛黄丸的品牌价值得以回归，从而确保获利能力稳步提升。

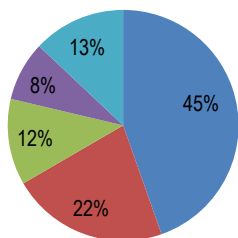
安宫牛黄丸还是首先践行“一品一策”的主力大品种。安牛专销公司联合国家卫计委、中国妇联高层等高端合作平台，组织了“中国防止中风宣传月”活动，并以可接触到的 3 万家实体药店和微信公众号等新媒体平台对安宫牛黄丸进行密集推广。除安宫牛黄丸外，同仁堂还有苏合香丸和局方至宝丸等一系列用于中风急性期的急救用药和中风恢复期调治用药，安宫牛黄丸的销售增速提升也带动了其他关联产品的销售增长。

2.3 脑卒中品种潜在空间大，安宫牛黄丸等将受益分级诊疗、医药分开和中药注射剂受限

根据中国心血管病报告（2015），心脑血管疾病（CVD）是中国的头号疾病死因，约每 5 例死亡中就有 2 例死于 CVD，并且 CVD 死亡率仍在快速增长。

图 8：2014 年中国农村居民主要疾病死因构成比

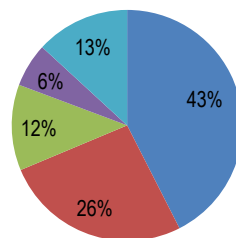
■ 心脏病 ■ 肿瘤 ■ 呼吸疾病 ■ 损失/中毒 ■ 其他



数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

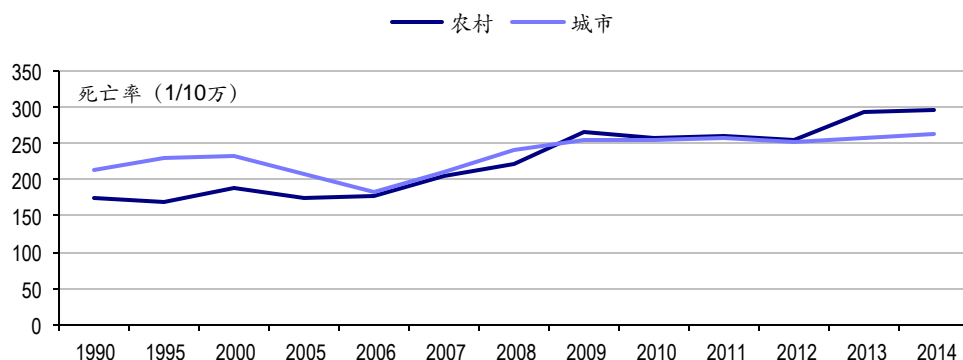
图 9：2014 年中国城市居民主要疾病死因构成比

■ 心脏病 ■ 肿瘤 ■ 呼吸疾病 ■ 损失/中毒 ■ 其他



数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

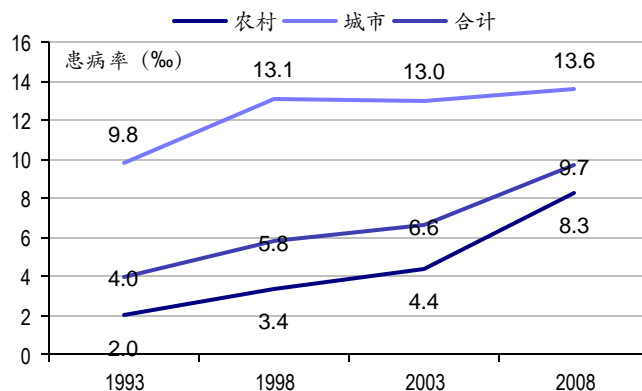
图 10：1990-2014 年中国城乡居民心血管病死亡率变化



数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

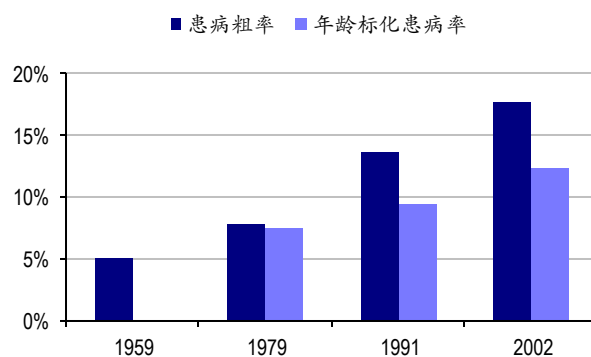
中国 CVD 主要包括脑血管病（脑卒中为主）、冠心病、心律失常、心力衰竭、肺血管病等，而诱发 CVD 的危险因素包括高血压、吸烟、高血脂和糖尿病等。而无论是 CVD 患病率还是诱发 CVD 的危险因素的患病率均在不断上升。

图 11：1993-2008 年中国城乡脑血管病患病率



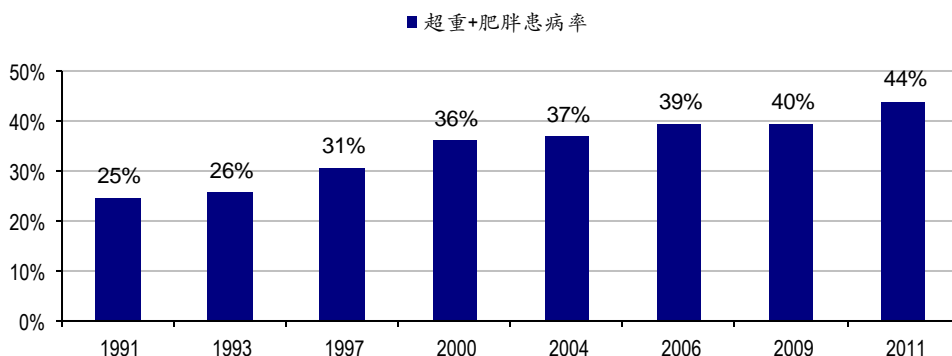
数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

图 12：中国四次高血压调查 15 岁以上人群高血压患病率



数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

图 13：中国九省市成年人超重肥胖率变化趋势

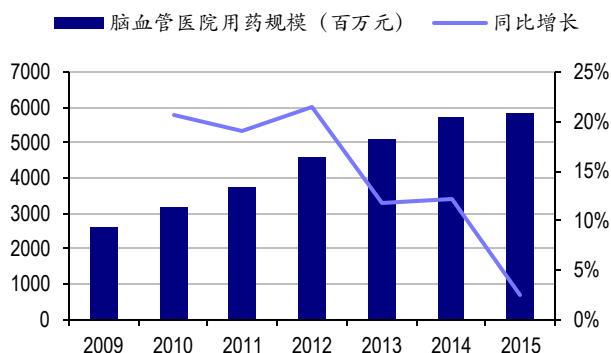


数据来源：《中国心血管病报告（2015）》、东方证券研究所

脑卒中是我国居民第一位的死亡原因，并且发病率还在以 8.7% 的速度上升。据国家脑卒中筛查与防治工程数据，40 岁以上人群中卒中高危人群占 15%，卒中标准化检出率 2.05%，估算全国卒中患者至少在 1100 万人以上，卒中高危人群超过 8000 万人，其中短暂性脑缺血发作（Transient ischemic attack, TIA）是最主要的卒中危险因素，估算发生过 TIA 的患者可能超过 2390 万。根据中国心血管病报告（2015），脑梗死（最主要的中风类型）次均住院费用达到 8841.4 元，估计其中药物治疗占比达 40%，即次均治疗用药花费约为 2652 元。若按卒中患者一年一次的发病频率进行保守计算，住院用药潜在规模可达 389 亿元，而急救后康复则主要以药物恢复治疗为主，年均用药花费约为住院费用的 20%，即门诊和零售用药规模可达 195 亿元，即中风用药总潜在规模可达 584 亿元。以上估算仍不包括 TIA（俗称小卒中）的治疗，如果算上 TIA 的治疗，潜在规模估计可达 900~1000 亿元。

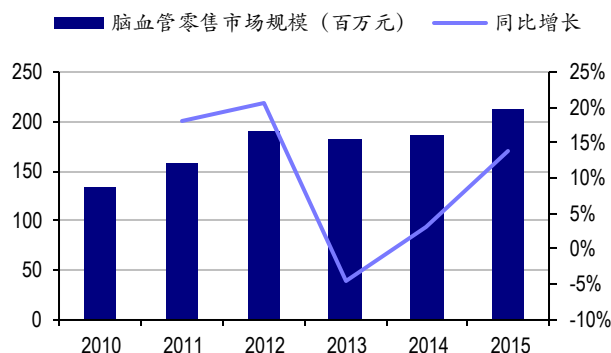
PDB 样本医院数据显示 2015 年脑血管用药市场为 58.6 亿元,按 5 倍进行样本放大估算,即为 293 亿元。而根据新康界数据,2014 年心脑血管合计用药规模约为 152 亿元,按脑血管用药占比 27% 和心脑血管用药 2015 年 13.6% 的增速来估算的话,脑血管用药零售市场规模约为 46 亿元,合计 340 亿元的市场规模距潜在规模 900~1000 亿元仍有巨大的空间。

图 14: 样本医院脑血管用药规模 (2009-2015)



数据来源: PDB、东方证券研究所

图 15: 重点城市零售市场脑血管用药规模 (2010-2015)

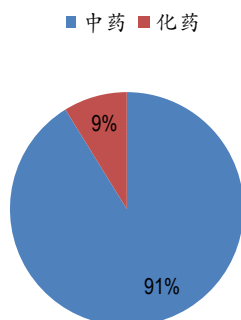


数据来源: 米内网、东方证券研究所

同仁堂股份母公司负责销售的安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸和同仁大活络丸均属于脑血管类用药,其中安宫牛黄丸属于脑卒中的急性期抢救药,而同仁大活络丸和同仁牛黄清心丸则属于脑卒中的调治恢复用药,此外同仁堂的消栓再造丸、再造丸、偏瘫复原丸和清眩治瘫丸等也可用于脑卒中的调治恢复用药。同仁堂的脑卒中用药主要通过零售市场销售,我们认为未来 3-5 年都会是这类用药的发展机遇期,理由如下:

1) 脑卒中用药市场会随分级诊疗和医药分开而逐步向零售市场转移。脑卒中属于慢性病,分级诊疗目标之一就是在在大医院减少慢性病的常规治疗(除首诊和急救外),尽量将其疏导到基层医疗机构和药店中去,缓解大医院的拥堵。同时,医药分开的推行也会促使医院将处方外流到社会药店中,而脑卒中用药除部分急救抢救用药外,明显是适合进行零售渠道销售的。

2) 中成药在心脑血管领域比化药更有优势,而脑血管药零售市场中成药占比高达 91%。整体中成药在心脑血管用药的零售市场占比达到七成,这主要是因为与化学药相比,心脑血管中成药具有多成分、多靶点和多适应症、跨适应症等特征,药物来源及剂型广泛,治疗方案灵活,毒副作用较小,且具有预防保健功能、适合长期使用的特点。而脑血管疾病的日常调理中,效果较好的化药很少,脑血管用药零售市场中中成药用药占比更是高达 93%,优势明显。在分级诊疗和医药分开的推动下,零售渠道的脑卒中中成药受益程度会高于化药。

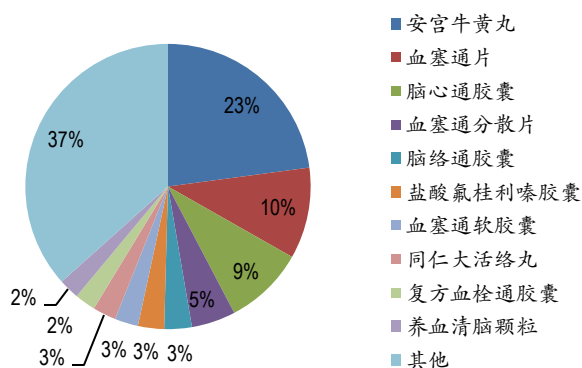
图 16：中药在脑血管用药零售市场占比高达 91%


数据来源：米内网、东方证券研究所

3) 监管对中药注射剂的重点监控有利于口服中成药在零售市场的增长。中药注射剂由于安全性和商业贿赂等问题受到监管部门的重点关注，尤其是医保控费的压力，导致中药注射剂的成长前景较为暗淡。而原先脑卒中中成药市场中中药注射剂占据了主要的市场份额，如血栓通注射液、丹红注射液、丹参多酚酸盐注射液和疏血通注射液等品种均是年销售额超 20 亿元的重磅品种，且均可用于脑卒中病人。由于脑卒中用药市场需求并未缩减，这类中药注射液市场有望逐步被口服中成药代替。事实上从图 14-15 中可以看到，13-15 年脑血管用药的医院市场增速逐年下滑，而脑血管零售市场却是逐年上升，呈现出口服中成药对相关中药注射剂的替代趋势。

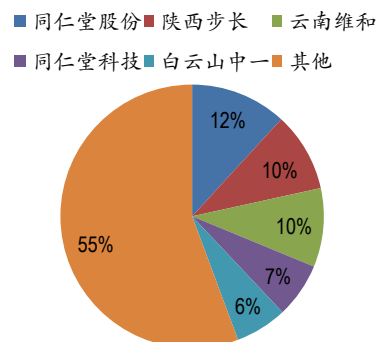
4) 同仁堂产品在脑卒中零售中成药市场占据绝对领先地位，同仁堂的品牌效应和“分类定策”政策将是其脑卒中用药市场扩张的重要推动因素。同仁堂在中成药市场具有极为明显的品牌优势，这种品牌优势帮助同仁堂获取了明显的定价优势和市场份额。从市场份额来看，安宫牛黄丸和大活络丸分别是脑血管领域排名第一和第五的大品种，市场份额分别为 22.9% 和 3.6%，而同仁堂在安宫牛黄丸和大活络丸市场各自拥有 67% 和 74% 的市场份额，远超其他竞争对手。而同仁堂产品也占到了整体脑血管零售市场 19% 的市场份额，可见其统治地位。而 15 年开始，公司对安宫牛黄丸开始成立专销公司运作，实施“一品一策”。在新的营销和渠道运作策略下，公司原先价格体系混乱的局面得到明显改善，而且借助“中国防止中风宣传月”等大规模的学术宣传推广活动，同仁堂的脑卒中用药有望继续保持超过行业平均增速 15% 以上的快速增长，预计为 20%。

图 17：重点城市脑血管用药零售市场品种格局（2015）



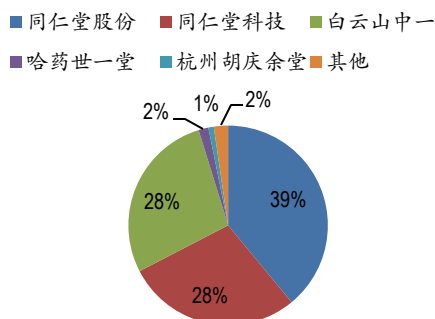
数据来源：米内网、东方证券研究所

图 18：重点城市脑血管用药零售市场企业格局（2015）



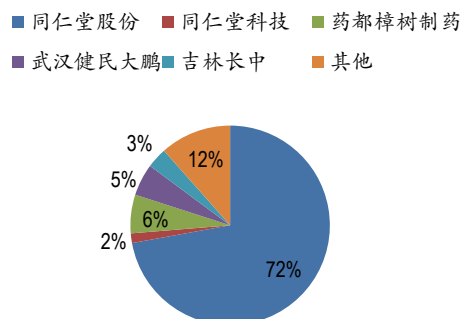
数据来源：米内网、东方证券研究所

图 19：安宫牛黄丸重点城市零售市场格局（2015）



数据来源：米内网、东方证券研究所

图 20：同仁大活络丸重点城市零售市场格局（2015）



数据来源：米内网、东方证券研究所

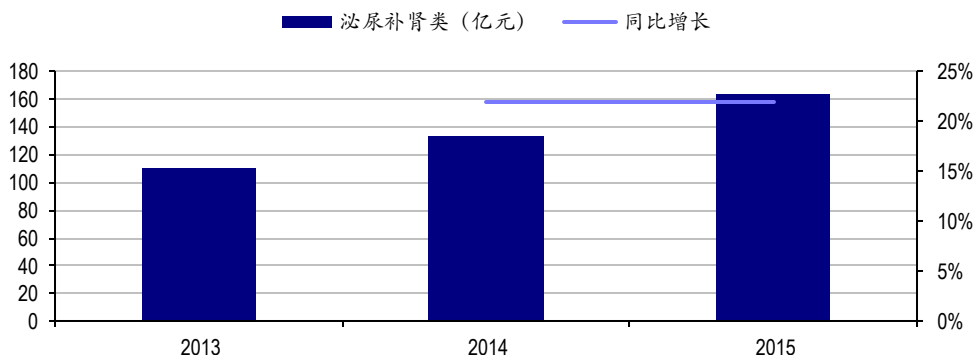
2.4 六味地黄丸和金匱肾气丸将受益补肾类中成药市场的快速增长

同仁堂主力大品种中六味地黄丸和阿胶系列均由科技公司负责，其中六味地黄丸属于泌尿补肾类，而阿胶系列则属于补益养生类。

补肾类市场受益肾虚患者增长和消费升级，同仁堂六味地黄丸和金匱肾气丸成驱动主力。在我国，补肾历史由来已久，传统中医理论认为肾为“先天之本”、“生命之源”，其生理功能是藏精、主水、主纳气、主骨、生髓，跟人的骨骼、血液、皮肤乃至牙齿、耳朵都有莫大的关系。原先补肾类药物主要由注重养生保健的老年人消费，但随人们工作竞争压力的加大、熬夜等不良生活习惯蔓延，肾虚患者日益增多，加上年轻消费者健康意识的提升，补肾类市场也逐渐从老年人向中青年蔓延，

预计补肾类用药市场仍将以高于行业平均增速的水平继续增长。据中康资讯数据，零售终端泌尿补肾类用药 2015 年市场规模约 164 亿元，同比增长为 22%，高于 2015 年零售药店 12% 的行业增速。

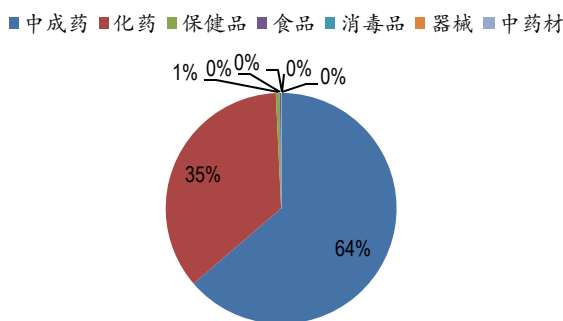
图 21：中国零售终端泌尿补肾类用药市场规模及增长



数据来源：中康资讯、东方证券研究所

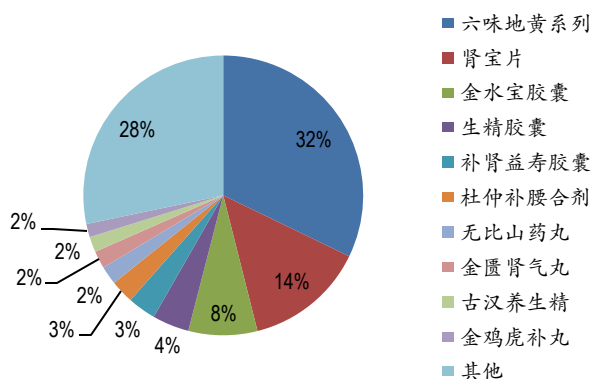
零售终端补肾类市场中，中成药是主导品类，占比达到 64%，而化药为 35%，这主要和中国历来传承补肾文化传统有关，消费者对六味地黄、淫羊藿等补肾类中药的认知度和接受度都比较高。在补肾类中成药中，六味地黄系列产品是最大的品类，占到补肾类中成药 32% 的市场份额。此外，同仁堂的独家产品金匱肾气丸占补肾类中成药市场份额为 3%。

图 22：重点城市零售终端补肾类药物亚类格局（2015）



数据来源：米内网、东方证券研究所

图 23：重点城市零售终端补肾中成药品种格局（2015）



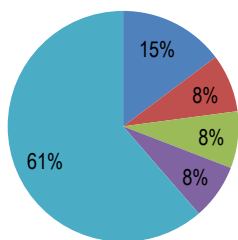
数据来源：米内网、东方证券研究所

在企业格局方面，江西汇仁药业、仲景宛西制药、江西济民可信金水宝制药和同仁堂是前四强企业，市场份额分别为 14.8%、8.1%、8.0% 和 7.8%。汇仁药业主要靠独家品种肾宝单品突破，近年来通过大量的广告营销和渠道活动投入实现了爆发式的增长，据汇仁股份披露的招股书，2013-2015 年汇仁肾宝销售额从 0.96 亿元增长到 12.77 亿元，复合增长率高达 264%，其占公司销售比重也从 21.33% 提升到 86.12%。金水宝制药也和汇仁药业类似，仅凭金水宝胶囊一个独家大品种取得

了较高的市场份额。而仲景宛西制药和同仁堂的产品线则较为接近，两者在六味地黄系列都有众多产品，如六味地黄丸、知柏地黄丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸等。虽然六味地黄系列产品生产厂家众多，但是凭借同仁堂和宛西制药凭借品牌优势依然能占得较高的市场份额。

图 24：重点城市零售终端补肾类中成药企业格局（2015）

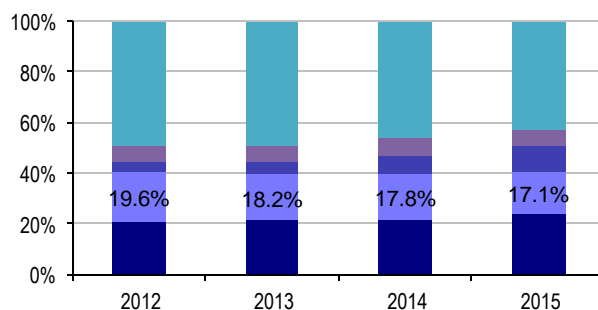
■ 汇仁药业 ■ 宛西制药 ■ 金水宝制药 ■ 同仁堂 ■ 其他



数据来源：米内网、东方证券研究所

图 25：重点城市零售终端六味地黄系列竞争格局（12-15）

■ 宛西制药 ■ 同仁堂 ■ 九芝堂 ■ 佛慈制药 ■ 其他

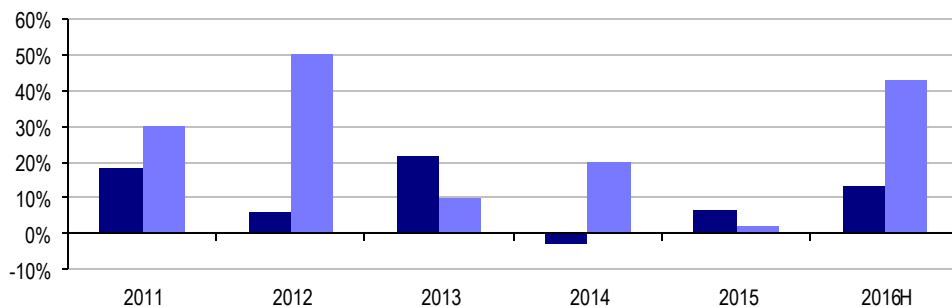


数据来源：米内网、东方证券研究所

近年来，同仁堂六味地黄丸系列发展有所停滞，市场份额稍有萎缩，主要是该产品竞品较多，价格体系混乱，公司将营销精力主要集中于其他品种。在公司调整营销战略实施分类定策之后，公司资源重新聚焦主力品种以带动品牌价值回归，六味地黄系列的增长已经开始从 2014 年的同比下滑提升到 2016 年中报 13.6% 的增长。而公司的独家品种金匱肾气丸则受益于更好的竞争格局和低基数，在分类定策后增速提升更为明显，15 年仅 2% 增长，到 16 年上半年增速已达 43%。我们预计同仁堂六味地黄丸系列产品和金匱肾气丸都会受益于补肾类市场的快速增长以及公司新营销策略执行，增速有望回升到 20% 左右（行业增速为 22%）。

图 26：同仁堂六味地黄系列和金匱肾气丸历年增速（2011-2016H）

■ 六味地黄系列 ■ 金匱肾气丸

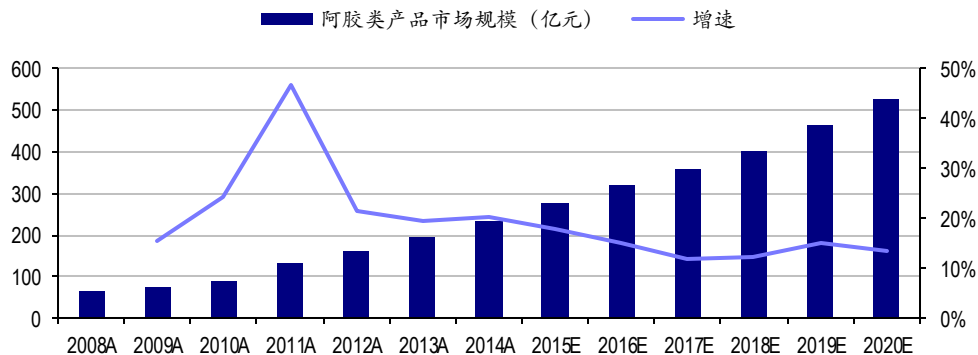


数据来源：同仁堂科技公告、东方证券研究所

2.5 同仁堂阿胶采取价格跟随策略，受益提价和产能释放

同仁堂制胶历史悠久，生产的阿胶系列有清水胶（普通阿胶，和东阿阿胶及福胶类似）和永盛和阿胶两种，其中永盛和阿胶原名福字阿胶，属于极品阿胶，具备气血两亏的功效。同仁堂阿胶系列近年来增速是所有品种中最快的一个，2010 年销售仅 0.5 亿元，到 2015 年已达 3.6 亿元，CAGR 高达 48%。同仁堂阿胶的快速增长主要受量和价两方面的驱动。在价上，同仁堂一贯采取跟随策略，一旦行业领头羊东阿阿胶提价，同仁堂会根据市场反映情况来决定是否跟随提价。目前同仁堂阿胶相较东阿阿胶折价约 50%，和福牌阿胶相当，预计未来仍能跟随东阿阿胶提价；在量方面，同仁堂阿胶受困产能原因，2012 年销量仅在 100 吨左右，和东阿阿胶约 1600 吨和福牌阿胶 2300 吨的销量相去甚远。2014 年唐山新生产基地已经建成，公司胶剂产能已从原来 190 吨扩充至 640 吨。我们认为，产能瓶颈释放和提价是公司 2015 年阿胶系列快速增长超过 90% 的主要原因。16H 由于 15A 高基数以及提价控货因素的影响，公司阿胶销售额仅同比增长 12%，我们预计下半年控货完毕后，有望迎来量价齐升，推动公司全年销售增长超过 15%，并在明后年保持 20% 的增长。

图 27：阿胶市场规模和增长情况（2008-2020E）

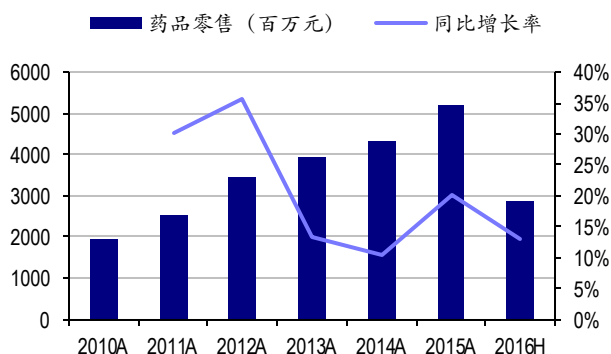


数据来源：中商情报网、东方证券研究所

3. 同仁堂药店践行“前店后厂坐堂医”的最佳经营模式

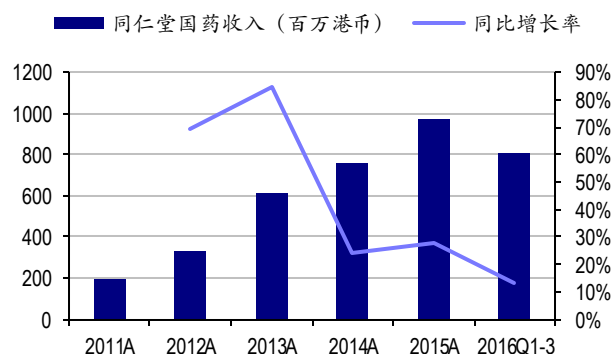
同仁堂的零售门店分大陆和海外两大部分，分别由同仁堂商业投资和同仁堂国药负责运营。截至 16H，同仁堂商业投资在大陆新开设门店 42 家，门店总数达到 543 家，16H 零售销售额为 28.1 亿元，同比增长 12.7%。截至 16Q3，同仁堂国药在海外 19 个国家和地区设立了 68 家零售店，并顺利进入美国市场，成功实现销售（零售+分销）8.1 亿港元，同比增长 13%。

图 28：同仁堂药品零售营收和增长情况（2010-2016H）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

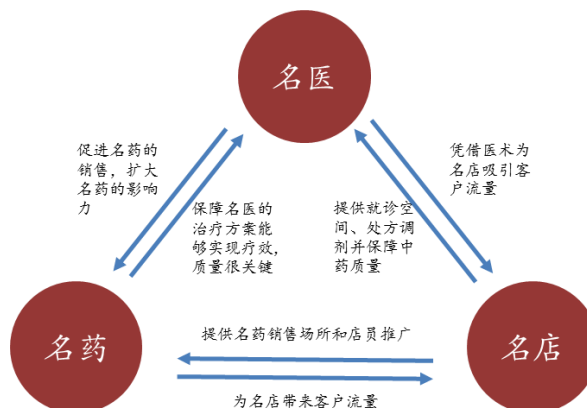
图 29：同仁堂国药营收和增长情况（2010-2016Q1-3）



数据来源：同仁堂国药公告、东方证券研究所

同仁堂药店和其他连锁药店巨头相比具有明显的不同之处，一是同仁堂本身是品牌中药的生产者，其拳头产品也正是同仁堂药店对外销售的拳头产品，我们称之为“前店后厂”模式；二是坐堂医模式，通过中医坐诊吸引患者就医，处方后直接截流患者在药店完成处方配药销售。实际上同仁堂的“前店后厂坐堂医”模式本身就是中医药运营的传统模式，即“名医→名店→名药”一体化的运营模式，这也是千百年来在中医药界最行之有效的运营模式。

图 30：“名医→名店→名药”一体化运营模式图



数据来源：东方证券研究所

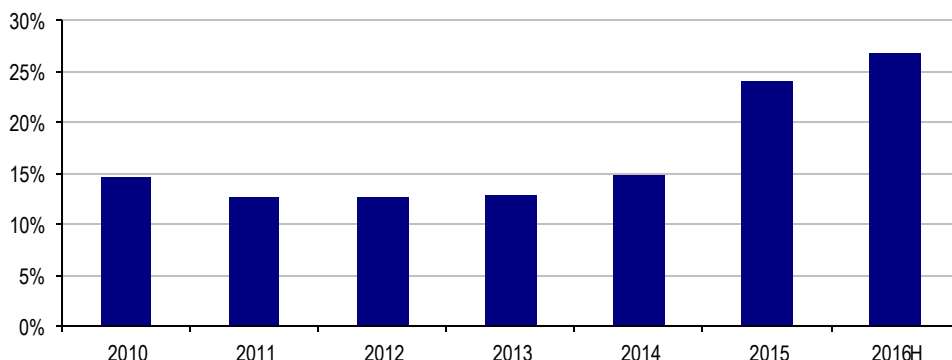
在“前店后厂”模式中，同名药店是名中药品牌价值的最佳载体，一方面是可以强化渠道和终端控制，更好地维护品牌价格体系；另一方面同名药店是最佳的品牌体验店，通过一以贯之的服务体现专业性和亲和力，可以更好地提升品牌价值。

在“坐堂医”模式中，中医坐诊是处方流量的重要贡献者。在同仁堂海外药店中，有坐堂医坐诊的药店销售额比没有坐堂医的药店要高 50%。在中医药服务中，由于中药的疗效稳定性叫化药更难控制，出于对患者健康的负责和对自身声誉的重视，名中医对中药的品质要求极高，因此名中医也更愿意与高品质的名牌中药商合作坐诊，这也是同仁堂相对于其他中药厂商和药店的重要优势。

在医药零售行业增速整体放缓的大背景下，同仁堂目前依然能够保持超过行业平均增速的稳健快速增长。同仁堂作为连锁药店巨头之一，和其他巨头一样会受益于在单体药店面临较大监管压力下的份额流失，但更重要的是同仁堂的“前店后厂坐堂医”模式竞争优势明显，患者对品牌的粘性明显更高。我们判断同仁堂药店未来除了持续受益因监管趋严引发的药店行业集中度提升趋势以外，还将受益于以下几点：

1) 自有产品占比的提升推动药店收入增长。同仁堂工业实施分类定策，要求加强对销售渠道和终端的控制力，而同仁堂药店作为公司控制力最强的零售终端，必然是公司持续加强投入的目标。同仁堂自有产品的占比仍将逐步提升，这一点从内部抵消占同仁堂零售的比重可以反映出来，我们预计未来自有产品占比（即内部抵消收入占医药零售比重）仍将持续提升。由于同仁堂产品在药品零售行业属于典型的流量产品，即患者无需药店引导就会主动消费的产品，可以为药店带来主动营销以外的客流量，自有产品比重的增大将推动同仁堂药店的增长加速。

图 31：自产产品在同仁堂药店中占比不断提升（以内部抵消收入/零售收入比重来代替）

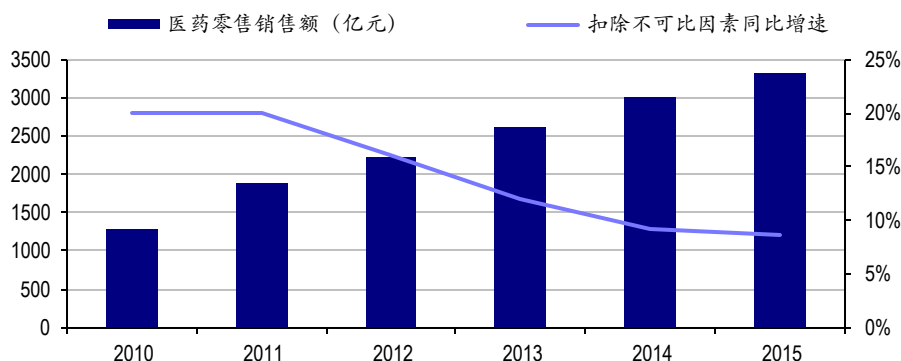


数据来源：公司公告、东方证券研究所

2) 同仁堂的坐堂医模式将持续受益行业政策支持。国家于 2010 年 10 月发布《中医坐堂医诊所管理办法（试行）》和《中医坐堂医诊所基本标准（试行）》重新开放中医坐堂医诊所。坐堂医诊所是指“前厅坐诊、后堂抓药”的中医药一体化运营模式，是中医药多年发展历史中被验证符合中医药经营特色的模式，主要是因为中药材质量相比西医更难以标准化管控，因此中医师对于中药材质量重视程度明显更高，最终才发展出坐堂医这种经营模式。坐堂医诊所在现行中医医疗体系内占比较小，估计不到中医诊疗量的 5%，但坐堂医诊所具有轻资产运营、筹备门槛低、适合医师多点执业、医师全科属性、布点分布广泛和就诊方便等特色，这也使得坐堂医比较适合基层医疗的特点，尤其是在分级诊疗政策加快推进的情况，我们预计坐堂医未来将逐步承接基层中医的诊疗量其占比有望逐步提升。此外，2016 年 2 月发布的《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》也指出要鼓励药品经营企业举办中医坐堂医诊所，我们预计未来 3-5 年坐堂医都将快速发展。同仁堂目前在自营门店兴办的坐堂医数量约为 300 多家，占到其门店数的 60%~70%，是目前坐堂医行业的领头羊企业。除了同仁堂以外，其他坐堂医基本以地方名老药店为主，如浙江震元，仍未形成像同仁堂这样的全国性分布格局。我们认为，坐堂医模式的在同仁堂药店的逐步推广，同仁堂零售的收入增速仍有进一步提升的可能。

综合以上两点，我们认为同仁堂零售的收入增速将在行业平均 8% 增长的基础上实现 15-20% 的快速增长。

图 32：医药零售行业增速放缓



数据来源：商务部、东方证券研究所

4. 北京试点国企员工持股提升公司混改预期

北京国资委于 2016 年 12 月出台了《关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法》，标志着北京国企改革进一步深化，已进入新的阶段。该办法规定优先支持符合首都城市战略定位的企业参与试点，市属一级企业、四级及以下企业原则上暂不开展试点。同仁堂股份作为北京市属二级企业，又是处于属战略新兴行业的医药行业，我们认为公司后续开展员工持股试点的可能性较大。

同仁堂股份作为同仁堂集团旗下最重要的上市平台，多年来受制于国企僵化的机制而不能完全发挥同仁堂品牌的价值潜力。虽然同仁堂的拳头品种如安宫牛黄丸等在激烈的市场竞争环境下均有不错的市场份额，但这和公司本身的品牌知名度相比仍显得不足。尤其是在六味地黄系列产品上，仲景宛西制药在品牌优势不明显的情况下却可做到远超同仁堂的市场份额，说明同仁堂的营销体系还有明显的改善潜力。尽管目前公司正实施的对主力品种“分类定策”，对发展品种集中运作的模式也可逐步改善营销的情况，但我们认为如能实现员工持股，同仁堂的营销体系和管理体制等有望更明显地改善，也能更明显地激发公司整体的经营活力，提升经营效率。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2016-2018 年盈利预测做如下假设：

- 1) 制药业务收入的增长主要来自于创新营销体系下主力品种增长的驱动，预计制药业务 16-18 年增长 14.1%、12.9%、13.1%；
- 2) 零售业务收入的增长主要来自公司对零售终端的重视带来的新店扩张、自产产品比重的提升以及坐堂医模式的协同效应，预计零售业务 16-18 年增长 15%、15%、15%；

- 3) 公司 16-18 年毛利率分别为 46.3%、46.6% 和 47.2%。主要是公司进行分类定策管理后，强化终端控制力，维护产品价格体系，使得产品提价更好地执行。
- 4) 公司 16-18 年销售费用率为 20.0%、20.0% 和 20.0%，管理费用率为 8.5%、8.3% 和 8.3%。销售费用率在收入规模扩张和加大渠道整理投入下保持稳定，管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。
- 5) 公司 16-18 年的平均所得税率维持 17.7%。

收入分类预测表

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
药品生产					
销售收入（百万元）	5,888.0	6,684.3	7,628.7	8,611.3	9,742.5
增长率	12.2%	13.5%	14.1%	12.9%	13.1%
毛利率	47.1%	50.5%	51.9%	52.7%	53.5%
药品零售					
销售收入（百万元）	4,345.0	5,212.9	5,994.9	6,894.1	7,928.2
增长率	10.5%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.7%	31.1%	30.5%	30.0%	30.0%
其他					
销售收入（百万元）	44.0	71.2	71.2	71.2	71.2
增长率		61.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	9.5%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
内部抵消					
销售收入（百万元）	(645.1)	(1,252.1)	(1,465.0)	(1,714.0)	(2,005.4)
增长率	26.6%	94.1%	17.0%	17.0%	17.0%
毛利率	9.8%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
合计	9,631.9	10,716.3	12,229.8	13,862.6	15,736.5
增长率	11.1%	11.3%	14.1%	13.4%	13.5%
综合毛利率	42.9%	45.7%	46.3%	46.6%	47.2%

投资建议

同仁堂在国企改革预期推动下正迎来公司运营转变的重要契机，尤其是考虑到优质品牌中药在市场竞争中具有稀缺特性，市场给予这类品牌中药的估值都相对较高。我们预测 2016-2018 年同仁堂 EPS 为 0.74/0.85/0.99 元，选取东阿阿胶、片仔癀、云南白药等品牌中药企业作为可比公司，参考 17 年平均 38 倍 PE 估值，给予公司合理目标价为 32.30 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值（2017/1/12 收盘价）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率	
		2017/1/5	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
东阿阿胶	000423	52.64	2.81	3.27	3.76	18.74	16.09	14.01
太安堂	002433	10.41	0.34	0.43	0.53	30.79	24.31	19.63
片仔癀	600436	44.53	1.00	1.28	1.60	44.71	34.73	27.83

奇正藏药	002287	49.90	0.77	0.90	1.04	64.94	55.65	48.04
佛慈制药	002644	11.52	0.12	0.15	0.19	96.08	77.11	61.60
云南白药	000538	72.68	2.97	3.35	3.81	24.45	21.73	19.10
广誉远	600771	33.80	0.26	0.67	1.14	130.70	50.55	29.65
调整平均值						52.00	38.00	29.00

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- 1) **北京国企改革进度低于预期**：北京国企改革的进度存在不确定性，尤其是对员工持股的激励力度有不及市场预期的风险，这对于公司经营效率的改善而言是重要的风险点；
- 2) **海外市场扩张汇率波动风险**：同仁堂是国内成药出口量最大的中药企业，海外销售占比保持在5%左右，如果人民币汇率下跌较多，公司的业绩存在下调的风险；
- 3) **中药材价格涨幅过大**：中药材价格受自然灾害和种植周期等因素影响较大，尤其是自然灾害的影响难以预测，如果公司主要原材料价格涨幅过大，公司存在毛利率下滑的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,593	4,735	6,039	6,697	7,634	营业收入	9,686	10,809	12,230	13,863	15,737
应收账款	625	865	978	1,109	1,259	营业成本	5,504	5,828	6,563	7,402	8,314
预付账款	143	174	196	222	252	营业税金及附加	99	112	122	139	157
存货	4,595	5,039	5,644	6,366	7,150	营业费用	1,749	2,135	2,446	2,773	3,147
其他	556	578	643	723	814	管理费用	842	943	1,040	1,151	1,306
流动资产合计	10,512	11,392	13,500	15,117	17,108	财务费用	(10)	(16)	(20)	(17)	(25)
长期股权投资	28	29	29	29	29	资产减值损失	5	44	26	37	30
固定资产	1,306	1,391	1,798	2,430	2,880	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	562	872	923	655	489	投资净收益	3	1	0	0	0
无形资产	321	339	348	356	363	其他	0	0	0	0	0
其他	217	317	196	226	292	营业利润	1,500	1,763	2,052	2,379	2,807
非流动资产合计	2,434	2,948	3,293	3,697	4,054	营业外收入	28	19	30	30	30
资产总计	12,947	14,340	16,793	18,814	21,162	营业外支出	5	4	4	4	4
短期借款	206	341	340	340	340	利润总额	1,523	1,778	2,078	2,405	2,833
应付账款	1,852	1,821	1,969	2,221	2,494	所得税	269	313	367	424	500
其他	1,155	1,149	1,266	1,397	1,543	净利润	1,254	1,465	1,712	1,980	2,333
流动负债合计	3,213	3,310	3,575	3,958	4,377	少数股东损益	490	590	698	818	975
长期借款	0	10	10	10	10	归属于母公司净利润	764	875	1,013	1,162	1,358
应付债券	955	0	810	824	824	每股收益 (元)	0.56	0.64	0.74	0.85	0.99
其他	132	149	132	132	132	主要财务比率					
非流动负债合计	1,087	159	952	966	966		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	4,300	3,469	4,527	4,923	5,343	成长能力					
少数股东权益	3,127	3,752	4,451	5,269	6,244	营业收入	11.1%	11.6%	13.1%	13.4%	13.5%
股本	1,311	1,371	1,371	1,371	1,371	营业利润	18.7%	17.6%	16.4%	15.9%	18.0%
资本公积	944	2,012	2,012	2,012	2,012	归属于母公司净利润	16.4%	14.6%	15.8%	14.7%	16.8%
留存收益	3,162	3,736	4,434	5,240	6,193	获利能力					
其他	102	(2)	(2)	(2)	(2)	毛利率	43.2%	46.1%	46.3%	46.6%	47.2%
股东权益合计	8,646	10,870	12,267	13,890	15,819	净利率	7.9%	8.1%	8.3%	8.4%	8.6%
负债和股东权益	12,947	14,340	16,793	18,814	21,162	ROE	14.5%	13.9%	13.6%	14.1%	14.9%
现金流量表						ROIC	13.0%	13.7%	13.6%	13.7%	14.3%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	1,254	1,465	1,712	1,980	2,333	资产负债率	33.2%	24.2%	27.0%	26.2%	25.2%
折旧摊销	137	178	183	240	305	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(10)	(16)	(20)	(17)	(25)	流动比率	3.27	3.44	3.78	3.82	3.91
投资损失	(3)	(1)	0	0	0	速动比率	1.83	1.90	2.18	2.19	2.26
营运资金变动	(605)	(770)	(547)	(583)	(645)	营运能力					
其它	(77)	(23)	132	37	30	应收账款周转率	17.7	14.5	13.3	13.3	13.3
经营活动现金流	696	832	1,460	1,657	1,998	存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
资本支出	(601)	(556)	(660)	(673)	(683)	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
长期投资	(9)	(1)	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	131	99	0	0	0	每股收益	0.56	0.64	0.74	0.85	0.99
投资活动现金流	(479)	(458)	(660)	(673)	(683)	每股经营现金流	0.51	0.61	1.06	1.21	1.46
债权融资	50	(973)	800	14	0	每股净资产	4.03	5.19	5.70	6.29	6.98
股权融资	(141)	1,129	0	0	0	估值比率					
其他	(426)	(451)	(296)	(339)	(380)	市盈率	53.4	46.6	40.3	35.1	30.0
筹资活动现金流	(517)	(295)	504	(325)	(380)	市净率	7.4	5.7	5.2	4.7	4.3
汇率变动影响	4	58	0	0	0	EV/EBITDA	22.4	18.9	16.4	14.0	11.8
现金净增加额	(296)	138	1,304	659	936	EV/EBIT	24.4	20.8	17.9	15.4	13.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

