

增 持 首 次
同仁堂 (600085)
2013 年 12 月 31 日
股票价格

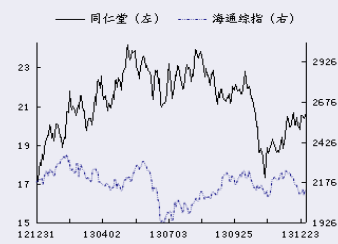
12 月 30 日收盘价	20.99 元
6 个月目标价	23 元
52 周内股价波动	17.34 -25.30 元

主要估值指标

	2012	2013E	2014E
PE	47.67	40.64	33.58
PB	6.83	6.38	5.91

股本结构

总股本 (亿股)	13.11
流通 A 股 (亿股)	13.11
B 股/H 股 (亿股)	0/0

市场表现

相关研究

医药行业

郑琴

SAC 执业证书编号:

S0850513080005

电话: 021-23219808

Email: zq6670@htsec.com

江琦

SAC 执业证书编号:

S0850513110002

电话: 021-23219685

Email: jq9458@htsec.com

周锐

SAC 执业证书编号:

S0850513110003

电话: 0755-82780398

Email: zr9459@htsec.com

品牌力与产品力兼备的中药 OTC 龙头

公司具有三百多年的历史，依托同仁堂集团资源，以品牌力和产品力闻名；营销政策执行逐步到位，营销策略独具一格；公司采取现金激励，提振高管团队士气。我们认为未来几年公司一线产品和二线产品将共同发力，收入整体实现 20% 以上增长。

主要财务数据及预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (万元)	750403	861693	1034031	1234773
营业收入增速 (%)	22.85%	14.83%	20.00%	19.41%
净利润 (万元)	57006	66860	80929	97027
净利润增速 (%)	30.13%	17.29%	21.04%	19.89%
EPS (元/股)	0.44	0.51	0.62	0.75

资料来源: Wind, 海通证券研究所

- **OTC 产品相对于西药有较大的优势。**(1) 中药讲究辨证治疗、综合调理，慢性病患者、亚健康患者服用中药观念深入人心；(2) 我国中西药分开管理，对于中药的制度监管比西药监管宽松，如中药功能范围较为宽泛。品牌中药在 OTC 市场空间依然巨大。
- **公司具有潜力无限的中药 OTC 产品。**公司创建于清康熙八年 (1669 年)，自 1723 年开始正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达 188 年。主导产品为治疗性中药，品种多达 800 多种，其中一线过亿品种的有：安宫牛黄丸、大活络丹、国公酒、六味地黄丸、牛黄清心丸、乌鸡白凤丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒。二线品种增长较快未来有望过亿的有：坤宝丸、局方至宝丸等。
- **公司依托同仁堂集团，集团提供品牌推广支持。**集团旗下有现代制药业、零售药业和医疗服务三大板块。2015 年前，集团零售终端将达到 2000 家，渠道进一步拓宽。也由此为股份公司提供品牌推广支持。我们认为依托同仁堂集团庞大资源，股份公司能够专注于中成药的生产和销售。
- **公司的品牌力和产品力不容小觑。**公司名列中国十大老字号品牌以及 2012 年中国中药十大知名品牌之一。2006 年同仁堂中医药文化进入国家非物质文化遗产目录。旗下产品功能涉及祛风除湿、妇科用药、消化系统用药等。
- **激励和营销改善促进公司成长。**公司以归属于母公司股东的净利润为技术，提取一定比例的奖励基金，对高级管理人员进行奖励。随着十八届三中全会后中央和地方国资对国企改革不断推进，公司激励力度有望得到进一步加强，经营活力可能得到充分释放。2006 年以来开始营销改革，5 年来，注重现款销售，营收账款管理，渠道掌控，加大经销商管控力度，推行品种责任制，营销力逐渐增强。
- **“增持”评级，目标价 23 元。**我们预计同仁堂 2013-2015 年 EPS 为 0.51 元、0.62 元、0.75 元，12 月 30 日收盘价对应 20.87 元对应 2014 年 PE 约 34X。我们期待公司品牌力和产品力的完美结合，可以给予 2014 年一定估值溢价，给予其 37X 的 PE，6 个月目标价 23 元。
- **不确定性因素。**(1) 反腐持续超预期风险；(2) 气候环境等因素造成中药材价格上涨过快风险。

目录

1. 同仁堂：兼具品牌力与产品力的中药龙头	5
1.1 传统中药 OTC 行业龙头	5
1.2 国有企业，同仁堂集团重要的工业平台	7
1.3 公司盈利能力逐步向好.....	8
2. 中药 OTC 产品相对西药有较大的优势	9
2.1 中药产业空间巨大	9
2.2 国家对中药产业的政策扶持力度大	10
2.3 中药 OTC 产品市场仍然值得期待	10
3. 公司核心竞争力：“同仁堂”=“中医药文化”	11
3.1 依托集团	11
3.2 品牌力	12
3.3 产品力	14
4. 激励和营销改善促进公司成长	15
4.1 激励形机制有望突破	15
4.2 营销政策执行逐步到位，营销方法独具一格	16
5. 部分产品产能快速扩张、下属子公司业务快速增长	16
5.1 产能有望扩大	16
5.2 同仁堂科技、同仁堂国药快速增长	16
6. 盈利预测及估值	17
7. 主要不确定因素	17
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 同仁堂股权结构	8
图 2 2013H 同仁堂收入构成（分地区）	9
图 3 2007-2013H 同仁堂收入构成（分地区）	9
图 4 2009-2013H 同仁堂国内外市场毛利率	9
图 5 2008-2013H 同仁堂收入与净利润变化	9
图 6 2012 年中成药和中药饮片产值在制造业工业产值中合计占比 30%	10

表目录

表 1 同仁堂发展历程	5
表 2 公司王牌名药	6
表 3 公司主要子公司与参股公司	7
表 4 北京同仁堂集团六大子集团	7
表 5 国家对中药产业出台扶持政策	10
表 6 中国十大老字号品牌	12
表 7 2012 年中国中药十大知名品牌	13
表 8 2011 年健康网零售研究系统图监测安宫牛黄丸的市场结构	14
表 9 六味地黄丸市场主要竞争对手分析	15
表 10 公司以母公司股东的净利润为基数提取一定比例的奖励基金对高管进行奖励	15
表 11 募投项目生产规模	16
表 12 可比公司估值	17
表 13 同仁堂利润表预测（万元）	18

投资要点

公司是中药行业OTC龙头，主导产品为治疗性中药，包括安宫牛黄丸、牛黄解毒片、大活络丸、国公酒、六味地黄丸、乌鸡白凤丸、感冒清热颗粒等。公司具有影响深远的品牌力以及品种丰富，尚待挖潜的产品力。近几年高管激励、营销策略执行到位，营销调整促使业绩改善。我们看好品牌力和产品力的完美结合。我们预计未来几年公司整体业绩将实现20%以上增长。稳健的持续略高于行业的增长，是我们称之为防御性品种的主要原因。

估值分析

我们预计同仁堂2013-2015年EPS为0.51元、0.62元、0.75元，12月30日收盘价对应20.87元对应2014年PE约34X。我们期待公司品牌力和产品力的完美结合，可以给予2014年一定估值溢价，给予其37X的PE，6个月目标价23元。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **中药 OTC 产品相对西药有较大的优势。**中药 OTC 产品相对于西药有较大的优势。（1）中药讲究辨证治疗、综合调理，慢性病患者、亚健康患者服用中药观念深入人心；（2）我国中西药分开管理，对于中药的制度监管比西药监管宽松，如中药功能范围较为宽泛。品牌中药在 OTC 市场依然具有很大空间。
- **公司具有潜力无限的中药 OTC 产品。**公司创建于清康熙八年（1669 年），自 1723 年开始正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达 188 年。主导产品为治疗性中药，品种多达 800 多种，其中一线过亿品种的有：安宫牛黄丸、大活络丹、国公酒、六味地黄丸、牛黄清心丸、乌鸡白凤丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒。二线品种增长较快未来有望过亿的有：坤宝丸、局方至宝丸等。
- **公司依托同仁堂集团，集团提供品牌推广支持。**集团旗下有现代制药业、零售药业和医疗服务三大板块。2015年前，集团零售终端将达到2000家，渠道进一步拓宽。也由此为股份公司提供重要的品牌推广支持。我们认为依托同仁堂集团，以及集团所提供的品牌支持，股份公司能够专注于中成药的生产和销售。
- **公司的品牌力和产品力不容小觑，**品牌力：公司名列中国十大老字号品牌以及2012年中国中药十大知名品牌之一。2006年同仁堂中医药文化进入国家非物质文化遗产目录。产品力：旗下产品功能涉及祛风除湿、妇科用药、消化系统用药等。
- **激励和营销改善促进公司成长。**公司以归属于母公司股东的净利润为技术，提取一定比例的奖励基金，对高级管理人员进行奖励，随着十八届三中全会后中央和地方国资对国企改革不断推进，公司激励力度有望得到进一步加强，经营活力可能得到充分释放；2006 年以来开始营销改革，营销力逐渐增强。
- **不确定因素。**（1）反腐持续超预期风险；（2）气候环境等因素造成中药材价格上涨过快风险。

1. 同仁堂：兼具品牌力与产品力的中药龙头

1.1 传统中药 OTC 行业龙头

同仁堂是中华十大老字号之一，创建于清康熙八年（1669 年），1723 年起正式供奉清皇宫御药房用药，历经八代皇帝，长达 188 年。

在三百多年的历史长河中，公司恪守“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，树立“修和无人见，存心有天知”的自律意识，确保品牌的长盛不衰。产品以“配料独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”享誉海内外。

表 1 同仁堂发展历程

时间	事件
1669 年	清康熙八年，乐显扬创办同仁堂药室
1723 年	（清雍正元年）由皇帝钦定同仁堂供奉清官御药房用药，独办官药，历经八代皇帝，188 年之久
1954 年	同仁堂率先实行了公私合营
1957 年	同仁堂中药提炼厂正式成立，开创中药西制的先河
1991 年	同仁堂制药厂晋升为国家一级企业
1992 年	中国北京同仁堂集团公司组建成立
1997 年	由集团公司六家绩优企业组建成立北京同仁堂股份有限公司
2000 年	国务院确定 120 家大型企业集团为现代化企业制度试点单位同仁堂作为全国唯一一家中医药企业名列其中 5 月成立了北京同仁堂科技发展有限公司，同年十月，在香港成立了同仁堂和记（香港）药业发展有限公司，为同仁堂产品进入国际主流市场迈出了关键一步
2001 年	与崇文区卫生局合作，组建北京同仁堂崇文中医医院，并于 6 月 18 日正式揭牌；北京同仁堂（集团）有限责任公司正式揭牌，同仁堂实现了规范化的公司制的改变
2002 年	同仁堂集团启动“1032”工程
2004 年	3 月同仁堂国药有限公司在香港成立
2005 年	成立了北京同仁堂科技发展股份有限公司，同年 10 月在香港创业板上市，实现了国内首家 A 股分拆成功上市，同在五月 成立了同仁堂麦尔海生物技术有限公司开始了向生物工程领域的初步探 。十月在香港成立了同仁堂和记（香港）药业发展有限公司，为同仁堂产品进入国际主流市场迈出了关键一步
2006 年	同仁堂中医药文化进入国家非物质文化遗产目录
2008 年	北京同仁堂中医医院试营业
2011 年	2011 年 5 月底，集团子公司同仁堂商业注入上市公司
2013 年	2013 年 5 月，同仁堂国药香港上市

资料来源：公司网站，海通证券研究所

公司主要产品均为治疗性中成药，历来以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而驰名中外。公司“十大王牌”和“十大名药”等因历史悠久、疗效显著而多次被评为国优、市优产品，其中“安宫牛黄丸”处方源自明代，是清热开窍、镇惊安神的特效药；“牛黄清心丸”处方源自汉代，至清代被选为宫廷秘方，对气血不足引起的中风不语、神智昏迷具有显著的疗效。

表 2 公司王牌名药

公司	主要产品	主要用途
十大王牌	安宫牛黄丸	清热解毒，镇惊开窍。用于热病，邪入心包，高热惊厥，神昏谵语。
	同仁大活络丸	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。
	同仁牛黄清心丸	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。
	紫雪	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。
	愈风宁心片	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
	国公酒	散风祛湿，舒筋活络。用于经络不和、风寒湿痹引起：手足麻木，半身不遂，口眼歪斜，腰腿酸痛，下肢痿软，行步无力。
	同仁乌鸡白凤丸	补气养血，调经止带。用于气血两亏引起：月经不调，行经腹痛，崩漏带下，少腹冷痛，体弱乏力，腰酸腿软，产后虚弱，阴虚盗汗。
	壮骨药酒	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。
	局方至宝丸	本品清热解毒，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。
	再造丸	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。
十大名药	牛黄解毒片	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。
	消栓再造丸	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。
	塞隆风湿酒	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。
	感冒清热颗粒	疏风散寒，解表清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻涕清涕，咳嗽咽干。
	京制咳嗽痰喘丸	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。
	骨刺消痛液	祛风通络，活血止痛。用于颈椎、腰椎、四肢关节骨质增生引起的酸胀、麻木、疼痛等。
	儿童清肺口服液	清肺，化痰，止咳。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。
	安神健脑液	本品具有益气养血，滋阴生津，养心安神的功能。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，口干津少等症。
	偏瘫复原丸	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。
	狗皮膏	祛风散寒，活血止痛。风寒湿邪，气滞血瘀引起：四肢麻木，腰腿酸痛，筋脉拘挛，跌打损伤，闪腰岔气，脘腹冷痛，行经腹痛，湿寒带下，积聚痞块。

资料来源：公司网站，海通证券研究所

母公司、同仁堂科技、同仁堂天然药物公司形成其医药工业的平台；持有 51.95% 股权的同仁堂商业投资集团为其医药零售业务的平台；拥有持股 51% 的四个中草药种植基地，作为自供药材的平台。

表 3 公司主要子公司与参股公司

序号	公司名称	持股比例	经营范围	主要产品	2012 年 收入 (万元)	收入 占比
1	同仁堂科技公司	51.02%	医药技术开发、技术咨询、制造、销售中成药及生物制剂，产品以颗粒剂、水蜜丸剂、片剂和软胶囊剂四种剂型为主，主要产品有六味地黄丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒和感冒软胶囊等	主要产品有六味地黄丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒和感冒软胶囊等	242627.32	32.35%
2	北京同仁堂商业投资集团	51.98%	生产销售中成药		346721.93	46.20%
3	北京同仁堂天然药物有限公司	51.00%	生产销售中成药	-	-	-
4	北京同仁堂吉林人参有限责任公司	51.00%	生产销售中药材	-	-	-
5	北京同仁堂陵川党参有限责任公司	51.00%	生产销售中药材	-	-	-
6	北京同仁堂内蒙古甘草黄芪种植基地有限公司	51.00%	生产销售中药材	-	-	-
7	北京同仁堂（安国）中药材加工有限责任公司	51.00%	中药材批发零售、农副产品收购	-	-	-

资料来源：公司 2012 年年报，海通证券研究所

1.2 国有企业，同仁堂集团重要的工业平台

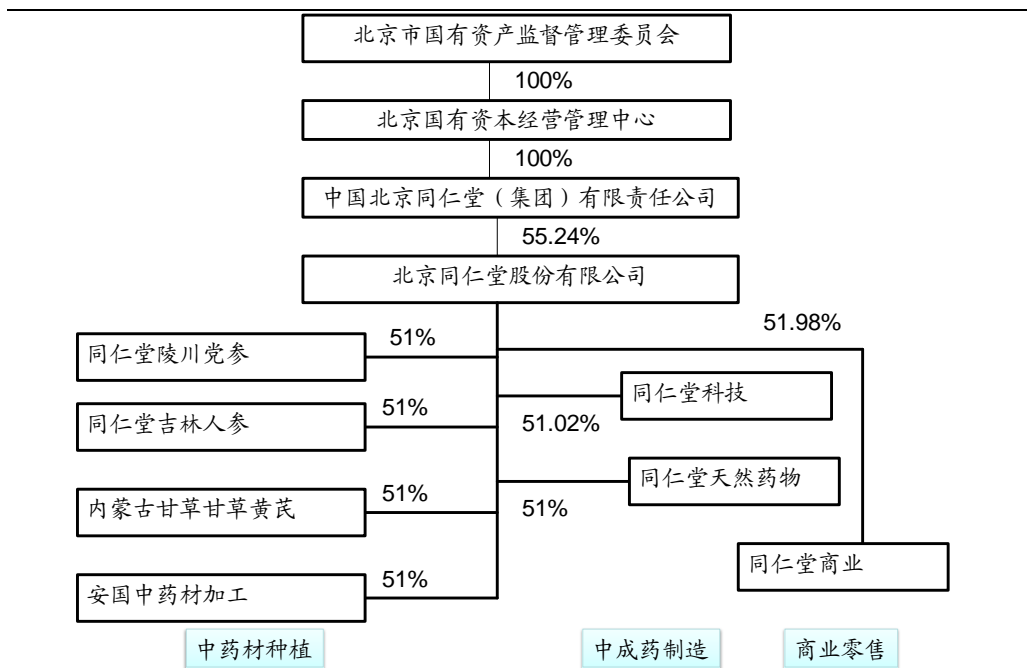
公司实际控制股东为北京市国有资产监督管理委员会。北京国资委通过 100%控股同仁堂集团，间接持有北京同仁堂 55.24% 股权。2012 年 7 月，北京同仁堂集团正式挂牌旗下六大子集团公司。集团确立“以现代中药为核心，发展生命健康产业”的发展战略。从集团的层面看，业务包括制药工业、医药商业及医疗服务三块。公司为集团重要的工业平台。

表 4 北京同仁堂集团六大子集团

公司	简介
同仁堂股份	母公司
同仁堂科技	香港上市
同仁堂国药	定位为海外业务整合平台，香港上市
同仁堂健康药业	定位大健康领域
同仁堂商业投资	2011 年股份公司通过旗下 23 家门店及相关资产对同仁堂商业进行投资，取得了同仁堂商业 51.98% 的股权，成为同仁堂商业的控股股东
同仁堂药材参茸投资	参茸等贵细产品

资料来源：海通证券研究所根据相关研究资料整理

图 1 同仁堂股权结构



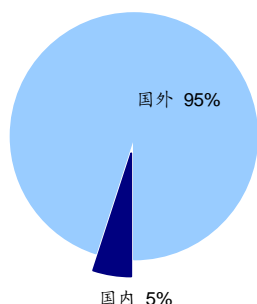
资料来源：公司 2012 年年报，海通证券研究所

1.3 公司盈利能力逐步向好

2013 年上半年，公司收入构成中，国内占比 95.11%，国外占比 4.89%。同仁堂股份主要负责国内市场销售，国内市场收入利润占比一直保持 90%以上；2013 年开始同仁堂国药负责安宫牛黄丸在大陆以外地区销售，导致同仁堂股份海外市场销售占比有所下降。2008 年以来，公司营业收入及归属母公司净利润保持稳定增长，2013 年，受反腐影响，公司高端滋补品销售受到一定影响，导致公司收入利润增速有所下降，该趋势可能延续到 14 年上半年，预计 14 年下半年开始公司收入利润增速有提升。

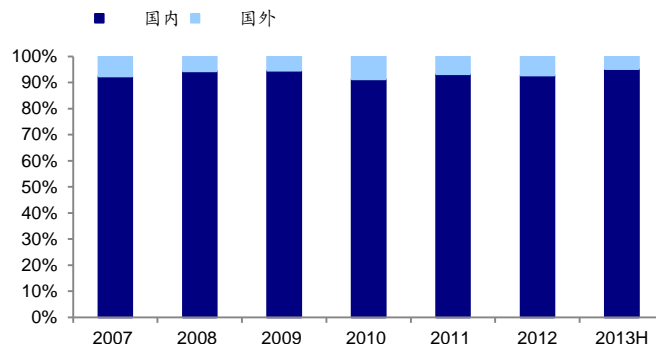
从毛利率看，2012 年以来，在中药材价格下降以及安宫牛黄丸提价等因素的拉动下，国内市场毛利率基本稳步提升。国外市场毛利率逐年提升，由 2009 年的 44.01%提升至 2013 年上半年的 67.35%。我们估计国外毛利率提高与产品结构调整相关。

图 2 2013H1 同仁堂收入构成（分地区）



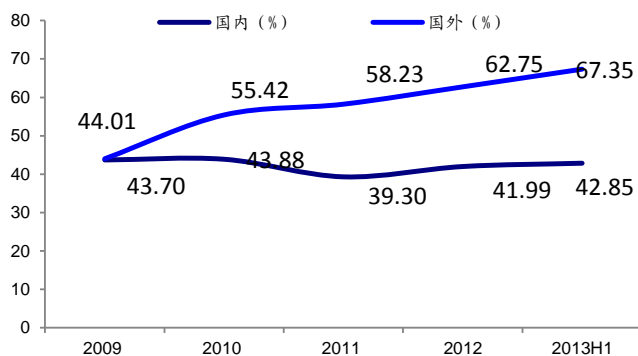
资料来源：wind，海通证券研究所

图 3 2007-2013H1 同仁堂收入构成（分地区）



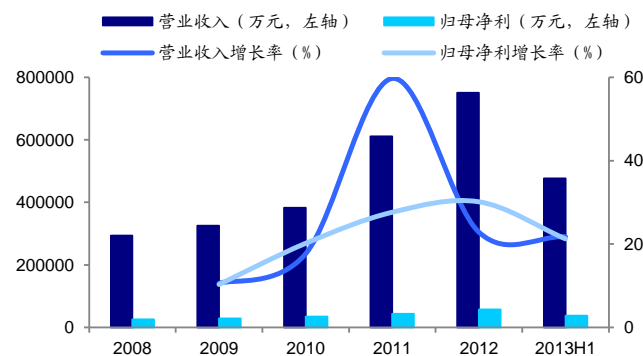
资料来源：wind，海通证券研究所

图 4 2009-2013H 同仁堂国内外市场毛利率



资料来源：wind，海通证券研究所

图 5 2008-2013H1 同仁堂收入与净利润变化



资料来源：wind，海通证券研究所

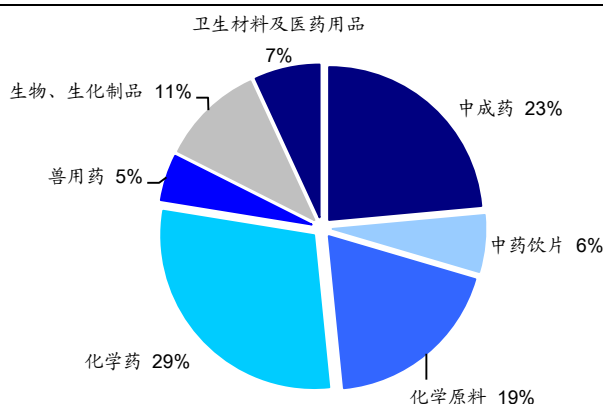
2. 中药 OTC 产品相对西药有较大的优势

2.1 中药产业空间巨大

中药在中国有数千年发展历史，作为传统中医用药，从上游的植物药材种植、动物药材养殖和野生药材采集，到中游的传统饮片、配方颗粒等现代饮片，再到下游的中成药、保健食品等，在中国形成了一个具有一定规模的朝阳产业。

中药“治未病”以及毒副作用小的概念深入人心。2012 年我国医药制造业工业销售产值为 16628 亿元，中成药制造业工业销售产值为 3915 亿元，中药饮片销售产值 999 亿元，中成药和中药饮片合占比 30%，中国中成药企业有 1420 家，中国中药产业不断壮大。中国中药协会会长房书亭表示，预计到 2015 年，中药产业产值将突破一万亿元。

图 6 2012 年中成药和中药饮片产值在制造业工业产值中合计占比 30%



资料来源：wind，海通证券研究所

2.2 国家对中药产业的政策扶持力度大

中药产业一直以来是我国的传统优势产业。国家大力支持中药产业发展，出台了不少相关政策扶持。

表 5 国家对中药产业出台扶持政策

时间	政策	内容及影响
1993	《中药品种保护条例》	利用强制性行政保护手段，促进中药行业提高生产质量，保证优良中药品种的生产
2002	《中药现代化发展纲要》	中药现代化成为国内中药行业发展的新方向
2006	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	要求我国在中药产业中重点开展理论创新和研究
2007	《中医药创新发展规划纲要》	提出要建立中医药标准规范体系
2009	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	国家要实行基本药物目录，而基本药物目录里面有一半是中药品种
	《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	指出各级政府要逐步加大投入，落实政府对中医医疗机构的倾斜政策，积极发展以社区卫生服务站为基础的中医药服务
	《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009-2011 年）》	投入 8500 亿元加快建设基本医疗保障制度建设
2012	新版基药目录颁布	520 种药物入围，扩容 6 成，中成药增加 101 种

资料来源：海通证券研究所根据相关研究资料整理

2.3 中药 OTC 产品市场仍然值得期待

西方国家从 70 年代开始实行药品分类管理制度，将一些处方药转化为非处方药，鼓励个人承担一些医疗费用。目前世界各国人民对 OTC 的总体情况为：美国 33%，澳大利亚 28%，德国 28%，西班牙 24%，英国 24%，瑞士 22%，墨西哥 21%，意大利 20%，日本 16%。我国 2000 年开始实行药品分类管理后，为公众提供安全有效、质量可靠、使用方便的非处方药。从 2000 年至今我国正式施行药品分类管理的 10 年间，中国 OTC 市场规模增长了近 5 倍，到 2009 年达到 1209.5 亿元，预计到 2014 年将达到 1923 亿元。

和处方药相比，我国 OTC 行业发展相对缓慢。近 10 年来，我国的 OTC 市场平均年增长率达到 8.6%，远高于世界 3%-5% 的平均增长速度，使得我国在 2009 年超过日本，成为仅次于美国的全球第二大 OTC 市场。但是相比于过去时间医药产业平均大概

20%的增幅，OTC 的增长则显得较为缓慢。市场上现有的 OTC 品牌大多是 10 年前的配方，2005 年以后，通过审批的 OTC 新品屈指可数，企业广告投入减少且缺乏有创意的广告，以上均使消费者对 OTC 品牌关注度减少，满意度下降。品牌建设、新品研发、消费者教育手段促进消费者对 OTC 的认识和认可，是行业迫切需要解决的问题。

但是我国 OTC 药品市场还有很大发展空间。2008 年，我国 OTC 药品的人均消费额是 6 美元，而美国人均 70 美元，日本人均 73 美元，巴西人均 13 美元。

中药是我国历代医药学家经过千百年医疗实践创造、总结的有效方剂的精华，我国百姓接受中药文化熏陶历史悠久，因此中药有着广泛的群众基础。因此中成药 OTC 产品就成为了很多病患在零售药店的首选。

在国家的 5767 种 OTC 药物名录中，中药 OTC 药品有 4588 种，约占 80%左右，其功能主治涵盖内科、外科、骨伤科、妇科、儿科、皮肤科及五官科等科数十种病症，并且中药 OTC 产品的市场销售占 OTC 药品市场份额的 50%以上。中国中药非处方药中，感冒药、止疼药、肠胃药、皮肤药、五官用药等五类药品占据了我国非处方药的主体。

中药 OTC 产品相对西药有较大的优势：（1）中药讲究辨证治疗、综合调理，慢性病、亚健康患者服用中药观念深入人心；（2）我国中西药分开管理，对于中药的制度监管比西药监管宽松，如中药功能范围较为宽泛。未来国内品牌中成药在 OTC 市场依然有很大空间。

3. 公司核心竞争力：“同仁堂”=“中医药文化”

3.1 依托集团

2011 年，同仁堂集团“1032”工程全面完成，集团形成了现代制药、零售药业和医疗服务的三大板块；2012 年 7 月集团正式挂牌旗下六大二级集团：同仁堂股份集团、同仁堂科技发展集团、同仁堂国药（香港）集团、同仁堂健康药业集团、同仁堂商业投资集团、同仁堂药材参茸投资集团。集团确立“以现代中药为核心，发展生命健康产业”的发展战略。

截止 2012 年年底，集团年销售额超过 200 亿元，目前全系统已有药品、保健食品、食品、化妆品 1454 种，药品种类已达 1031 种，已经拥有 170 家医疗网点，包括中医院 5 家、诊所 165 家，日均门诊量近 1.2 万人次。北京同仁堂中医医院还成功“升级”为二级医院。

集团对上市公司的定位在于：（1）治疗性中成药的生产平台。目前中成药业务为集团贡献超过 80%的利润。（2）医药零售业务平台。包括北京同仁堂药店在内的三百多家零售药店，集团终端估计有 1700 家，集团计划 2015 年前将会增加 300 家零售及医疗网点，零售终端达到 2000 家，此外还将研发上市 300 种新产品。

依托集团的品牌推广和支持，同仁堂老字号在业内已成为中医药文化的代名词。随着集团的不断发展，同仁堂集团不仅重视国内发展，在 1993 年开始发展国外市场。目前同仁堂集团已经在全球设有多个零售网点，并与国际知名企业战略合作。我们也不排除未来集团继续将资源整合进股份公司可能。

3.2 品牌力

1997年北京同仁堂在上交所上市，2012年实现收入75亿元，净利润8.8亿元。目前，北京同仁堂系统已有28个生产基地、83条通过国内外认证的现代化生产线，其自主研发的自动扣壳机、自动蘸蜡机等大蜜丸包装设备为国内同行业首创。虽然药品生产的大部分工序已实现机械化生产，但前处理工序仍保持手工操作。继2006年“同仁堂中医药文化”被正式纳入国家非物质文化遗产后，北京同仁堂目前正在向相关部门申请，力争促使同仁堂中医药传统人工炮制核心技艺“申遗”成功，延续、保护老字号的品牌文化传承。

上交大品牌研究所所长余明阳曾表示：“中国有15000个老品牌，有1500个还活着，有150个活着还不错，但只有10个能够称得上活的很好。”同仁堂穿越历史长河，位于存活下来的中国十大老字号品牌之列。

表 6 中国十大老字号品牌

序号	通用名	所属行业	发源
1	双妹	化妆品	1898年香港
2	张小泉	刀剪	1663年杭州
3	同仁堂	制药	1669年北京
4	茅台酒	白酒	1704年茅台镇
5	谢馥春	化妆品	1830年扬州
6	老凤祥	饰品	1848年上海
7	全聚德	食品	1864年北京
8	张裕	葡萄酒	1892年烟台
9	冠生园	餐饮	1915年上海
10	蝴蝶	缝纫机	1919年上海

资料来源：海通证券研究所根据相关研究资料整理

为扩大优势中药品牌的市场影响，促进国内中药行业的发展，中国排行榜网联合中国排行榜经济研究院，从众多中药品牌中，根据各品牌2011—2012年度的市场占有率、品质、安全指数、品牌影响力、市场推广、产品认证等指标进行综合评估以及网络调查，评定出“中国排行榜”。“同仁堂”荣列榜首。

表 7 2012 年中国中药十大知名品牌

序号	名牌	上榜理由
1	同仁堂	同仁堂始创于 1669 年，是中国中药行业最负盛名的老字号，其产品以其传统、严谨的制药工艺，显著的疗效享誉海内外。作为中国第一个驰名商标，同仁堂品牌优势得天独厚。参加了马德里条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，是第一个在台湾注册的大陆商标。同仁堂 1991 年晋升为国家一级企业。1997 年同仁堂在上海证券交易所上市。2006 年同仁堂中医药文化进入国家非物质文化遗产名录。
2	云南白药	云南白药原名“曲焕章百宝丹”，创制于 1902 年，是我国著名的国产成药。云南白药自问世以来，以其独特、神奇的功效蜚声海外，被誉为“中华瑰宝，伤科圣药”。1995 年，云南白药被列为国家一级保护品种，这也是国内享受此种保护仅有的两个中药产品之一。“云南白药”商标于 2002 年被国家工商行政管理总局商标局评为中国驰名商标。
3	片仔癀	片仔癀是蜚声中外的名贵中成药，以独特的消炎、解毒、镇痛、保肝等显著疗效及保护健康的功能而深受国内外患者的赞誉，被誉为“国宝神药”。“片仔癀”商标于 1999 年被评为“中国驰名商标”，2006 年入选商务部首批“中华老字号”，并入选中华老字号品牌价值百强榜 20 强，福建省出口名牌，片仔癀系列产品首批通过国家原产地标记认证，并被评为福建省名牌产品。片仔癀的处方、工艺属国家绝密级秘密，是国家一级中药保护品种。片仔癀大量出口东南亚、日本、韩国、加拿大等国家和地区，年出口创汇超千万美元，居中国中成药单项出口创汇首位。
4	东阿阿胶	东阿阿胶历来名冠天下，被誉为“补血圣药”、“滋补国宝”。“东阿”牌阿胶是全国阿胶厂家中唯一 3 次荣膺国家金质奖、唯一荣获传统药“长城”国际金奖和“全国用户满意产品”称号的品牌。“东阿”牌阿胶还荣获了上海世博会“千年金奖”、首批 300 家“全国重点保护品牌”、“中国科技名牌 500 强”、影响世界中国力量品牌 500 强、中国行业标志性品牌、“最受消费者信赖保健品品牌”、“最具放心企业和最具放心品牌”，并 5 次入围“中国 500 最具价值品牌”。东阿阿胶在国内十大补血品牌中“第一提及率、最常服用率、尝试率、品牌忠诚度等 7 项指标高居榜首。
5	天士力	天士力集团自 1994 年成立以来，致力于打造符合系列标准的一体化现代中药产业链。建立了符合中药材种植生产质量管理规范（GAP）的药源基地；率先倡导并建立了现代中药和植物药提取生产质量管理规范（GEP）；自行研制成功具有国际先进水平的大型自动化滴丸生产线，建立了通过国家药品生产质量管理规范（GMP）认证的现代中药生产基地；建立了符合药品经营质量管理规范（GSP）的营销体系，质量管理实现了与国际和国家标准的接轨。
6	九芝堂	九芝堂，前身“劳九芝堂药铺”创建于 1650 年。2004 年 2 月，“九芝堂”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标；2006 年 9 月，“九芝堂”被国家商务部认定为“中华老字号”；2008 年 6 月，九芝堂传统中药文化被列入国家级非物质文化遗产保护目录。
7	华润三九	“999”品牌是中国驰名商标，是感冒药和皮肤药市场的领导品牌。华润三九医药股份有限公司是大型国有控股医药上市公司，公司核心产品在国内药品市场上具有相当高的占有率和知名度。三九胃泰、999 感冒灵、999 皮炎平等单品种年销售均超过亿元人民币。其中，999 感冒灵系列销量连续五年位居感冒药市场第一，2011 年实现销售额 13.6 亿元。
8	三金	桂林三金药业股份有限公司是一家专门从事中药、天然药物研究和生产的医药企业，也是中国最早生产现代中药制剂的厂家之一。2010 年，三金药业实现营业收入 9.83 亿元、利润总额 3.17 亿元，主要经济指标连续多年居广西医药行业首位，并位列中国中药行业 50 强前列。三金药业先后荣获全国质量效益型先进企业、全国企业管理杰出贡献奖、全国“五一”劳动奖状、全国思想政治工作优秀企业、全国文明单位、全国中药行业优秀企业等荣誉。
9	潘高寿	广州白云山潘高寿药业股份有限公司始建于清光绪十六年（公元 1890 年），是广药集团是广药集团旗下广州药业的核心企业之一，是以生产止咳化痰药著称的中成药生产企业。公司目前主要生产各类名优产品 40 多个，其中中国首创的治咳川贝枇杷露、蛇胆川贝液、蛇胆川贝枇杷膏、蜜炼川贝枇杷膏等为企业四大支柱产品，这四大支柱产品伴随着“潘高寿”跨越一个多世纪，经销海内外，深受消费者的信任和青睐。
10	沈阳红药	沈阳红药制药股份有限公司成立于 1957 年，是我国第一家生产红药片的企业，是首批沈阳老字号企业。沈阳红药现已发展成为国内重点中药企业之一。公司以“沈阳红药”为核心品牌，利用 22 个国内办事处和两个驻海外办事处形成了遍及全国的营销网络，不断扩大的市场占有率，奠定了“沈阳红药系列产品”长盛不衰的基础。“沈阳红药”已成为中国中药行业著名的品牌，其中沈阳红药系列、乳癖消系列、追风透骨丸等为国家中药保护品种。公司拥有一百五十多个品种，已有五十五个品种进入国家医保目录，七十多个品种进入国家 OTC 产品目录。沈阳红药曾先后获得“国家银奖”、“中国名牌”等荣誉称号！

资料来源：中国排行榜，海通证券研究所

3.3 产品力

北京同仁堂产品众多，拥有丸剂、片剂、酒剂、散剂等 28 个剂型 800 多个药品文号，常用的有 400 多种，产品功能涉及祛风除湿、补益安神、儿科用药、心脑血管用药、感冒药、呼吸系统用药、妇科用药、消化系统用药等。公司产品丰富，但相比云南白药、东阿阿胶、天士力等企业，缺少拳头产品。一线产品单品销售最多的 3 个多亿。除北京社区医疗市场稳定增长外，全国范围内产品主要通过 OTC 渠道出售。我们看好公司（1）品种资源丰富；（2）品牌梯队逐步成熟且增长情况良好。

3.3.1 安宫牛黄丸

安宫牛黄丸由清热凉血解毒、泻火豁痰清心、镇惊开窍提神的药物组成。与至宝丹、紫雪丹并称“凉开三宝”，并奉为三宝之首。近年临床应用还发现，安宫牛黄丸对脑外伤、重症肝炎、婴儿重症肺炎、流行性脑脊髓炎、乙型脑炎、有机磷农药中毒、蛇咬伤等导致的意识障碍与昏迷，均有十分显著的疗效。

安宫牛黄丸的主要成分是牛黄、郁金、犀角、黄芩、黄连、雄黄、栀子、朱砂，还有冰片、麝香、珍珠等。因此现在产的安宫牛黄丸中多使用药用人造麝香、水牛角等来代替。同仁堂的安宫牛黄丸使用天然麝香为原料，产品具备很强的稀缺性。

根据健康网零售研究系统抽样数据显示：2009 年至 2011 年安宫牛黄丸销售业绩称逐年上升态势。在众多生产厂家中，2011 年北京同仁堂股份和北京同仁堂科技分别位居第一、二位，分别占有 64.46% 及 15.84% 的市场占有率，共占有 80% 的市场份额；由此可见同仁堂在市场独占鳌头。排在第 3 位的是哈药集团世一堂制药厂，占有 5.14% 的市场份额。竞争对手对同仁堂的冲击非常有限。

表 8 2011 年健康网零售研究系统监测安宫牛黄丸的市场结构

生产厂家	市场占有率
北京同仁堂股份有限公司	64.46%
北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂	15.84%
哈药集团世一堂制药厂	5.14%
广州中一药业有限公司	4.61%
长春经开药业有限公司	3.43%
其他	6.52%

资料来源：健康网，海通证券研究所

北京同仁堂的安宫牛黄丸具有使用天然麝香的资质，因此具有自主定价权。2012 年 7 月 1 日，根据物价局批文，同仁堂安宫牛黄丸调整零售价。目前国家规定的零售价为金箔 560 元/粒（之前为 350 元/粒），普通装 300 元/粒（之前为 160 元/粒）。香港地区，2010 年每丸安宫牛黄丸为 435 港元，2011 年提价至 490 港元，2012 年提价至 670 港元。由于提价导致 2013 年安宫牛黄丸销量有所下降，我们预计未来公司安宫牛黄丸的销量有望得到恢复。

3.3.2 六味地黄丸

长期以来人们对补肾存在一定误解，认为补肾只与性能力或生殖系统能力有关。然而中医认为肾为五脏之根，肾的强弱可以直接影响其他脏器，肾又与神经、内分泌、泌尿生殖系统相关，肾虚的表现在于腰膝酸软、易疲劳、头晕、耳鸣、健忘、以及失眠多梦。通过补肾就可以调整人体整体健康状态。六味地黄丸是一个滋阴补肾的千年古方，中药无毒副作用观念深入人心，加上平时的价格和可靠的功效，成为滋阴补肾类首选药

物，无论是男人、女人、老人、儿童都可以使用六味地黄丸。六味地黄丸当下消费者主要是中老年男性，由于职场压力、工作方式等原因，越来越多的年轻群体面临补肾需求。

虽然六味地黄丸是一种普通的药，上市销售的品种接近 700 种，但市场上六味地黄丸主要以浓缩丸为主，目前主要竞争者有北京同仁堂、湖南九芝堂、宛西制药仲景牌六味地黄丸。北京同仁堂的六味地黄丸凭借良好的品牌认知度销量最好。

表 9 六味地黄丸市场主要竞争对手分析

	同仁堂	九芝堂	宛西制药
核心诉求	宫廷御用、百年老字号	“补肾亏，不含糖”“300 年老品质”	药材好，药才好
市场布局	东三省、北京、天津、河北	两湖两广，江西，川，贵，渝，云，西北	-
推广方式	电视广告、地面宣传、高密度的销售网络	细分市场，产品诉求明确，“广告宣传+名人效应”	同类产品中第一个在央视投放广告

资料来源：海通证券研究所根据相关研究资料整理

3.3.3. 二线品种逐步培育

除了十大王牌产品以外，公司还拥有众多二线品种，包括坤宝丸、调经促孕丸、小儿感冒冲剂、知柏地黄丸等产品，近年来增长迅速，丰富的产品梯队支撑公司持续较快增长。

4. 激励和营销改善促进公司成长

4.1 激励形机制有望突破

我国国有企业存在激励机制不强和约束疲软乏力的问题。长期以来，企业经营者的薪酬和企业的业绩脱离，经营者的利益得不到保障，企业缺乏最终发展动力。目前国有企业经营管理者激励管制控制主要有两大方面：（1）物质激励；（2）精神激励（精神激励包括目标激励、职位激励、政治激励和荣誉激励等）。

公司 2010 年度股东大会审议通过了关于提取管理层奖励基金的事项。以公司考核年度经审计的归属于母公司股东的净利润，较上一会计年度的增长率作为考核指标，根据考核指标情况，以归属于母公司股东的净利润为基数提取一定比例的奖励基金，对高级管理人员进行奖励。但是由于种种原因，该激励方案没有很好的执行，目前公司管理层激励力度依然较弱。

表 10 公司以母公司股东的净利润为基数提取一定比例的奖励基金对高管进行奖励

	净利润增长率	提取比例不超过
1档	低于10%	不提取
2档	10%-15%（不含15%）	0.90%
3档	15%-20%（不含20%）	1.80%
4档	20%-25%（不含25%）	3.80%
5档	25%-30%（不含30%）	6.50%
6档	30%-40%（不含40%）	8.80%

资料来源：2011 年 4 月 30 日公司公告，wind

十八届三中全会以后，中央和地方的国资改革加速推进，公司有望成为北京市国企改革的目标之一，未来激励力度有望进一步加大，充分释放公司的产品潜力，推动公司业绩增长加速。

4.2 营销政策执行逐步到位，营销方法独具一格

公司自 2006 年开始执行现行的营销政策，近 5 年来，公司更加注重现款销售，应收账款管理，渠道掌控，聚焦优势产品等。

渠道策略：通过经销商销售公司产品，公司主要负责管理一级经销商。

价格策略：同仁堂药品大都属于名牌优质产品，随着中国人生活水平的不断提高，“大病上医院，小病上药店”的观念逐步深入人心，好药补贵的同仁堂药品自然受到老板姓的青睐。

聚焦优势产品：同仁堂选择部分有代表性的品种作为首推精品，像以同仁乌鸡白凤丸、六味地黄丸新剂型为代表的疗效显著、服用方便的微型化产品，适应不同消费群体需要，扩大市场空间，为提高产品竞争力创造了有利条件。聚焦优势产品的策略开始收到显著效果。

海外建终端：明确了坚持以一级经销商为配送主体，强化二级经销网络建设、建立健全终端销售网络的“大客户”、“大商圈”的经营理念。

品牌变活钱：在品牌宣传和品牌资产保护的基础上，同仁堂利用品牌资产，成功实现了企业的扩张。

巧打宣传战：善于利用各种渠道和媒介，宣传同仁堂的企业形象。

5. 部分产品产能快速扩张、下属子公司业务快速增长

5.1 产能有望扩大

公司 12.05 亿元可转换公司债券将于 2012 年 12 月 18 日起在上海证券交易所挂牌交易。大兴生产基地建设项目总投资 11.76 亿元，拟全部使用募集资金投资建设。公司考虑到同仁堂优势产品市场占有率及未来市场需求情况，选取了大蜜丸、小蜜丸、散剂和口服液四大类产品中具有较大需求空间和较强竞争优势、以及根据公司未来研究方向拟重点推出的产品作为主产品。

表 11 募投项目生产规模

序号	项目	单位	设计生产能力
1	大蜜丸系列产品	万丸	248460
2	散剂系列产品	公斤	507800
3	口服液系列产品	万瓶	14980
4	小蜜丸系列产品	公斤	600000

资料来源：2012 年 11 月 30 日公告，wind

5.2 同仁堂科技、同仁堂国药快速增长

公司持有同仁堂科技 51.02% 股份。科技与股份公司并不构成竞争，科技主要生产

可与西药产品竞争抗衡之新剂型产品，产品以颗粒剂、水蜜丸剂、片剂和软胶囊剂为主。主要产品有六味地黄丸、牛黄解毒片、感冒清热颗粒和感冒软胶囊、金匱肾气丸、生脉饮。2012 年同仁堂科技增长较快的有牛黄解毒系列（增速接近 30%）、西黄丸系列、金匱肾气丸、复方丹参片、生脉饮系列（增速均在 20%以上）。2012 年科技收入 24 亿元，同比增长 26.37%；出口收入 6000 万元，较上年增长 69.34%。2013 年，受公司部分产品控货、清理渠道影响，增速有所放缓，随着 14 年开始阿胶产能的逐步释放以及渠道清理结束，增速有望得到回升。

同仁堂国药是同仁堂集团主要的海外平台，主要在香港、澳门及中国以外市场经营中药产品的生产、零售及批发业务。目前国药在 11 个国家或地区开设了 36 家零售店铺，其中 30 家提供中医保健服务，销售中药产品 2000 余种，包括 1100 种中成药及保健品，及 900 种中草药。**国药主要产品分别是安宫牛黄丸以及灵芝孢子粉（2012 年灵芝孢子粉销售占比 6.8%）。未来 3 年中，公司将拓展 9 个国家和地区，增加 30 家新药店。**

同仁堂国药于 5 月份在香港创业板独立上市，上市集资所得金额将用于扩展零售和分销网络、设立香港中医保健中心、并购、扩充产能、产品注册等方面。**扩大产能方面，国药拟 2013 年至 2014 年提升安宫牛黄丸产能分别至 100 万丸、135 万丸（2012 年产能 45 万丸），并预期实际产能分别到 85 万丸、120 万丸。**国药安宫牛黄丸在中国大陆以外地区的潜在增长将抵消终止在非中国市场销售母公司安宫牛黄丸销售损失，不造成重大不利影响。

由于公司的灵芝产品于 12 第四季度开始停止内地销售，对国药 13 年的销售形成一定影响，14 年开始灵芝孢子粉有望重新开始在国内销售，届时国药的增速有望得到提升。

6. 盈利预测及估值

我们预计同仁堂 2013-2015 年 EPS 为 0.51 元、0.62 元、0.75 元，同比增长 17%、21%、20%。12 月 30 日收盘价对应 20.87 元对应 2014 年 PE 约 34X。我们期待公司产品力和产品力的完美结合，可以给予 2014 年一定估值溢价，给予其 37X 的 PE，6 个月目标价 23 元。

表 12 可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	收盘价 (元) (12/30)	EPS (元)			PE (X)		
				2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
600085	同仁堂	275	20.99	0.51	0.62	0.75	41.16	33.85	27.99
600436	片仔癀	154	95.48	2.49	2.7	3.57	38.35	35.36	26.75
'000423	东阿阿胶	257	39.3	1.59	1.92	2.35	24.72	20.47	16.72
'000538	云南白药	689	99.2	2.28	3.27	3.73	43.51	30.34	26.60
平均值							36.93	30.01	24.51

资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 主要不确定因素

（1）反腐持续超预期风险；

（2）气候环境等因素造成中药材价格上涨过快风险。

表 13 同仁堂利润表预测（万元）

利润表（万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	750403	861693	1034031	1234773
营业成本	420884	503897	599573	713466
营业利润	105654	125106	154406	185418
营业费用	140334	155105	186126	222259
管理费用	66914	69797	82723	98782
利润总额	107645	126628	153275	183763
EBIT	114033	123099	153688	185814
折旧摊销	10360	11742	12317	12999
EBITDA	124393	134842	166005	198813
投资收益	775	900	0	0
营业外收支净额	2714	2700	450	450
所得税	19784	23046	27896	33445
少数股东损益	30856	36722	44450	53291
净利润	57006	66860	80929	97027
每股收益（元）	0.44	0.51	0.62	0.75

资料来源：WIND，公司 2012 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：郑琴、江琦、周锐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：科华生物、利德曼、达安基因、华兰生物、上海莱士、通策医疗、莱美药业等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 副所长
(021) 23219403

luying@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586

gaodd@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422

kljiang@htsec.com

姜 超 所长助理
(021) 23212042

Jc9001@htsec.com

赵晓光 所长助理
(021) 23212041

zxcg9061@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042
陈 勇(021)23219800
曹 阳(021)23219981
高 远(021)23219669
周 霞(021)23219807
联系人
顾潇啸(021)23219394

jc9001@htsec.com
cy8296@htsec.com
cy8666@htsec.com
gacy@htsec.com
zx6701@htsec.com
gxx8737@htsec.com

金融工程研究团队

吴光兴(021)23219449
丁鲁明(021)23219068
郑雅斌(021)23219395
冯佳睿(021)23219732
朱剑涛(021)23219745
杨 勇(021)23219945
张欣慰(021)23219370
联系人
祗飞跃(021)23219984
纪锡靛(021)23219948

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
yy8314@htsec.com
zxw6607@htsec.com
dfy8739@htsec.com
jxl8404@htsec.com

金融产品研究团队

单开佳(021)23219448
倪韵婷(021)23219419
罗 震(021)23219326
唐洋运(021)23219004
王广国(021)23219819
孙志远(021)23219443
陈 亮(021)23219914
陈 瑶(021)23219645
伍彦妮(021)23219774
曾逸名(021)23219773
桑柳玉(021)23219686
陈韵韵(021)23219444
田本俊(021)23212001

shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
szy7856@htsec.com
cl7884@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
zym6586@htsec.com
sly6635@htsec.com
cyc6613@htsec.com
tbj8936@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042
徐莹莹(021)23219885
李 宁(021)23219431
倪玉娟(021)23219820

jc9001@htsec.com
xyy7285@htsec.com
lin@htsec.com
nyj6638@htsec.com

策略研究团队

前五根(021)23219658
陈瑞明(021)23219197
汤 慧(021)23219733
王 旭(021)23219396
李 珂(021)23219821

xyg6052@htsec.com
chenrm@htsec.com
tangh@htsec.com
wx5937@htsec.com
lk6604@htsec.com

中小市值团队

邱春城(021)23219413
钮宇鸣(021)23219420
何继红(021)23219674
孔维娜(021)23219223

qiucc@htsec.com
ymniu@htsec.com
hejh@htsec.com
kongwn@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434
陈久红(021)23219393
吴一萍(021)23219387
联系人
朱 蕾(021)23219946
周洪荣(021)23219953

lml@htsec.com
chenjiuhong@htsec.com
wuyiping@htsec.com
zl8316@htsec.com
zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖(021)23219403
汪立亭(021)23219399
潘 鹤(021)23219423
李宏科(021)23219671

luying@htsec.com
wanglt@htsec.com
panh@htsec.com
lkh6064@htsec.com

电子元器件行业

赵晓光(021)23212041
郑震湘(021)23219816

zxcg9061@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业

刘佳宁(0755)82764281
白 洋(021)23219646
薛婷婷(021)23219775

ljn8634@htsec.com
baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404
王晓林(021)23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华(021)23219411
熊哲颖(021)23219407
胡宇飞(021)23219810
联系人
黄 威(021)23219963

longh@htsec.com
xzy5559@htsec.com
hyf6699@htsec.com
hw8478@htsec.com

公用事业

陆凤鸣(021)23219415
汤砚卿(021)23219768
联系人
李心宇(021)23212163

lufm@htsec.com
tyq6066@htsec.com
lxy9298@htsec.com

非银行金融行业

丁文韬(021)23219944
李 欣(010)58067936
联系人
吴绪越(021)23219947

dwt8223@htsec.com
lx8867@htsec.com
wxy8318@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391

liuyq@htsec.com

建筑工程行业

赵 健(021)23219472
张显宁(021)23219813

zhaqj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

医药行业

周 锐(0755)82780398
余文心(0755)82780398
刘 宇(021)23219608
江 琦(021)23219685
王 威(0755)82780398
郑 琴(021)23219808
刘 杰(021)23219269
冯皓琪(021)23219709

zr9459@htsec.com
ywx9460@htsec.com
liuy4986@htsec.com
jq9458@htsec.com
ww9461@htsec.com
zq6670@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405
夏 木(021)23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

银行业

刘 瑞(021)23219635
林媛媛(0755)23962186

lr6185@htsec.com
lly9184@htsec.com

房地产业

涂力磊(021)23219747
谢 盐(021)23219436
贾亚童(021)23219421

tl5535@htsec.com
xiey@htsec.com
jiayt@htsec.com

基础化工行业

曹小飞(021)23219267
张 瑞(021)23219634
联系人
朱 睿(021)23219957

caoxf@htsec.com
zr6056@htsec.com
zr3533@htsec.com

有色金属行业

钟 奇(021)23219962
施 毅(021)23219480
刘 博(021)23219401

zq8487@htsec.com
sy8486@htsec.com
liub5226@htsec.com

计算机行业

陈美凤(021)23219409
蒋科(021)23219474
联系人
王秀钢(010)58067934
安永平(021)23219950

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com
wxg8866@htsec.com
ayp8320@htsec.com

社会服务业

林周勇(021)23219389

lzy6050@htsec.com

交通运输行业

黄金香(021)23212081
钱列飞(021)23219104
虞楠(021)23219382
联系人
姜明(021)23212111

hxx9114@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
jm9176@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244
联系人
宋伟(021)23219949

chenzy@htsec.com
sw8317@htsec.com

通信行业

徐力(010)58067940
侯云哲(021)23219815

xl9312@htsec.com
hyz6671@htsec.com

汽车行业

赵晨曦(021)23219473
陈鹏辉(021)23219814

zhaocx@htsec.com
cph6819@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩(021)23219383
牛品(021)23219390
房青(021)23219692
徐柏乔(021)23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

食品饮料行业

赵勇(0755)82775282
马浩博(021)23219822

zhaoyong@htsec.com
mhb6614@htsec.com

造纸轻工行业

徐琳(021)23219767

xl6048@htsec.com

煤炭行业

朱洪波(021)23219438

zhb6065@htsec.com

建筑建材行业

周煜(021)23219972

zy9445@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021)63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962
刘晶晶 (0755)83255933
辜丽娟 (0755)83253022
高艳娟 (0755)83254133
伏财勇 (0755)23607963
邓欣 (0755)23607962

ctq5979@htsec.com
liujj4900@htsec.com
gulj@htsec.com
gyj6435@htsec.com
fcy7498@htsec.com
dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381
姜洋 (021)23219442
高溱 (021)23219386
季唯佳 (021)23219384
胡雪梅 (021)23219385
黄毓 (021)23219410
朱健 (021)23219592
黄慧 (021)23212071
卢倩 (021)23219373
孙明 (021)23219990
孟德伟 (021)23219989

hzh@htsec.com
jy7911@htsec.com
gaoqin@htsec.com
jiwj@htsec.com
huxm@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
hh9071@htsec.com
lq7843@htsec.com
sm8476@htsec.com
mdw8578@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977
郭文君 (010)58067996
隋巍 (010)58067944
江虹 (010)58067988
杨帅 (010)58067929
张楠 (010)58067935

zhc@htsec.com
gwj8014@htsec.com
sw7437@htsec.com
jh8662@htsec.com
ys8979@htsec.com
zn7461@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：(021)23219000
传真：(021)23219392
网址：www.htsec.com